

【主持人语】迈入新时代,资本市场将在服务我国实体经济中发挥更大的作用。建设中国特色现代资本市场,离不开资本市场治理体系的现代化。为了保护投资者利益,维护资本市场稳定,持续推进资本市场有效监管势在必行。随着我国资本市场改革不断向纵深推进,特别是全面注册制改革落地,资本市场监管机制也将发生根本性变化。有效的资本市场监管需要厘清各类主体的权责边界,要求上市公司信息披露全面、真实、准确、公平。由于我国上市公司商业模式的独特性,公司价值相关信息的获取和传递特别依赖资本市场中介(如分析师、审计师、机构投资者等),规范资本市场中介的行为是提高资本市场定价效率的重要保障。本期推荐的两篇论文,均是围绕上述研究框架,分别以科创板IPO发行定价和内幕信息传递两个场景为研究背景,从信息发现和传递两个角度探讨资本市场监管问题。第一篇“询价监管与承销商分析师市场影响力”以分析师这一重要的资本市场信息中介为分析对象,探讨科创板IPO询价监管新规如何影响承销商分析师的行为动机,进而对机构投资者报价产生影响,为进一步完善注册制下新股发行定价机制提供一定的政策启示;第二篇“内幕交易、社会关系与市场反应”则是以我国内幕交易处罚案件为研究对象,结合我国资本市场特征,研究上市公司内幕信息的传递机制,从宏观的视角揭示了内幕交易发生的原因,为完善我国市场和法制水平的监管政策提供一定的经验依据。

——李增泉

DOI: 10.16538/j.cnki.jsufe.2023.05.001

询价监管与承销商分析师市场影响力 ——来自科创板IPO的经验证据

何开刚¹, 秦玉龙², 杨庆³

(1. 上海对外经贸大学会计学院, 上海 201620; 2. 吉林大学经济学院, 吉林 长春 130012;
3. 浙江财经大学会计学院, 浙江 杭州 310018)

摘要:针对注册制下新股发行中机构投资者“抱团压价”现象,监管机构通过加强网下询价监管,以规范询价机构的报价行为。文章以2019—2022年487家科创板上市公司为研究对象,考察询价监管新规前后承销商分析师对机构投资者报价行为的影响。实证结果发现,询价监管新规后承销商分析师对机构投资者报价的影响力显著下降。横截面结果显示,当承销商声誉较低、上市公司信息环境更差时,承销商分析师对机构投资者报价的影响力在询价监管新规后下降更多。进一步研究发现,询价监管新规发布后,承销商分析师预测价格更加乐观,机构投资者报价的离散程度更大。文章拓展了分析师对机构投资者影响的文献,为进一步完善注册制下新股发行定价机制提供了重要的政策启示。

收稿日期: 2023-07-07

基金项目: 国家自然科学基金青年项目“我国公募基金地区投资偏好行为的动因和经济后果问题研究”(71802128)和“风险投资机构集聚对企业创新的作用机制及经济后果研究”(71802178); 上海晨光计划项目“区域产业政策与社会资本流动: 影响机制与经济后果”(22CGA76)。

作者简介: 何开刚(1989—),男,湖北鄂州人,上海对外经贸大学会计学院讲师、硕士生导师;

秦玉龙(2000—),男,湖北襄阳人,吉林大学经济学院硕士研究生;

杨庆(1987—),男,四川南充人,浙江财经大学会计学院讲师、硕士生导师(通讯作者)。

关键词: 承销商分析师; 询价监管; 机构投资者报价; 科创板

中图分类号: F230 文献标识码: A 文章编号: 1009-0150(2023)05-0003-14

一、引言

科创板自2019年7月正式开板以来,率先采用注册制,倍受市场关注。在注册制下,新股的发行价格不再受到监管指导,而是由投资者网下询价确定。从发行和交易层面把定价权交给市场,鼓励市场参与方自由博弈,是科创板发行定价规则的指导原则。然而,由于科创板IPO询价阶段实行高价剔除制度,参与IPO询价的机构投资者有强烈动机通过协商报低价进行合谋(程小可等, 2022),导致发行人利益受损。例如,2020年9月15日,拟在科创板发行上市的上纬新材(SH.688585)发布公告称,此次IPO新股价格为2.49元/股,扣除发行费用3000万元后,公司预计募集资金净额7004.27万元,仅为计划募资2.16亿元的1/3,一举创下了科创板发行市盈率最低、实际募资金额最低、募资净额最低三项纪录^①。无独有偶,纳微科技(688690.SH)于2021年6月23日在科创板上市,发行价为8.07元/股,首日收盘价涨至110.88元/股,涨幅高达1273.98%。如此极端的低价无疑严重损害了多方的利益,发行人无法融来足够的资金支撑公司后续的发展,二级市场投资者却仍要支付高昂的价格去购买股票。

市场人士将该现象归因于分析师与一级市场询价机构的“抱团压价”,即部分询价机构不再根据公司基本面、投资价值等进行理性研究,更多是依据分析师提供的“圈内”信息作出报价决策,影响并低估最终发行价格。随后大机构统一口径给出低于上市公司真实价值的报价,研究能力弱的小机构进行模仿,于是逐渐出现协商报价、“抱团压价”的现象。分析师不但没有发挥有效的信息中介,为机构投资者独立报价决策提供充分的信息和参考,反而帮助机构投资者合谋报价,该行为干扰了合理市场价格的形成,影响了资金的有效配置,严重破坏了市场健康、公平、有效的运转。为此,中国证券业协会联合上海证券交易所和深圳证券交易所于2020年9月24日发布了《关于就网下投资者询价合规情况全面自查的通知》(后文简称“询价监管新规”)。在询价监管新规下,监管部门要求机构投资者自行研究,自主报价,引导非承销商分析师减少发布新股价格预测。询价监管新规能否有效改善一级市场公司信息环境,进而提高IPO定价效率,对完善注册制下新股发行定价机制具有重要意义。本文将分析师在发行定价中的作用为切入点,考察询价监管新规出台这一冲击事件是否改变承销商分析师对机构投资者报价的影响力,并探究其背后的影响机理。

从价值发现的角度来看,承销商与上市公司的合作关系将使承销商具有信息优势,进而让旗下的分析师在获取上市公司信息方面也具备天然优势,相较于非承销商分析师,承销商分析师能给出更准确的预测价格。然而从合谋的角度来看,由于承销商的承销收入与募资金额挂钩,承销商有强烈动机抬高发行价(俞红海等, 2013; 邵新建等, 2018; 张岩和吴芳, 2021),因此为了获取更高的承销收入,承销商分析师有动机与IPO公司合谋给出偏高的预测价格。现有文献对承销商分析师如何影响IPO中机构投资者报价的研究较少,询价监管新规提供了难得的研究机会。一方面,在询价监管新规发布后,机构投资者无法获得其他有效的预测价格参考,他们更加依赖承销商分析师投价报告的建议作为报价的参考,承销商分析师对机构投资者报价的影响力在询价监管新规颁布后进一步增强。另一方面,询价监管新规降低了承销商分析师的

^①每日经济新闻,“科创板新股高价发行顶不住了? 上纬新材IPO创3项新低纪录”,<http://www.nbd.com.cn/articles/2020-09-16/1506767.html>。

外部竞争,机构投资者难以分辨承销商分析师预测价格的客观性,机构投资者将更不信赖承销商分析师的报价,即承销商分析师对于机构投资者报价的影响在询价监管新规颁布后会更弱。因此,询价监管新规后,承销商分析师对机构投资者报价行为的影响仍然是一个待检验的实证问题。

为了检验该问题,本文以2019—2022年487家科创板上市公司为研究对象,考察询价监管新规前后承销商分析师对机构投资者报价行为的影响。实证结果发现,询价监管后承销商分析师对机构投资者报价的影响力显著下降。经过一系列的稳健性检验,本文的基本研究结果保持不变。基本研究结果表明非承销商分析师噤声后,机构投资者更不信赖承销商分析师的报价。为了进一步研究询价监管新规降低承销商分析师市场影响力的机理,本文从承销商声誉以及上市公司信息环境两方面展开横截面分析。横截面结果显示,当承销商声誉较低、上市公司信息环境更差时,承销商分析师对机构投资者报价的影响力在询价监管新规后下降更多。进一步研究发现,询价监管新规后,承销商分析师预测价格更加乐观,机构投资者报价的离散程度更大。

本文的研究发现在理论和实践层面均有一定的贡献,主要表现在以下三方面:

首先,本文利用外部政策冲击来检验分析师预测价格对机构投资者报价的影响力,丰富了分析师对资本市场定价影响机制的文献。关于分析师对资本市场定价的影响,现有文献主要有两种观点:其一,分析师预测具有增量的信息含量(Givoly和Lakonishok, 1979; Lys和Sohn, 1990; Francis和Soffer, 1997; Chen等, 2010; 潘越等, 2011; 姜超, 2013; 廖明情等, 2018),从而提高资本市场定价效率;其二,分析师预测并未提供额外信息,投资者相信分析师的影响力,跟随分析师预测来设定自己的定价决策(Loh和Stulz, 2011)。由于难以直接获得机构投资者报价的详细数据,现有研究主要通过观察分析师盈余预测或投资评级所引致的市场反应来间接检验分析师预测对投资者定价产生的影响,本文利用科创板IPO公司机构报价数据,提供了分析师预测影响机构投资者定价的直接证据。

其次,本文从科创板注册制这一新的情景研究了承销商业务对于其下属分析师荐股评级乐观偏差的影响,为分析师乐观偏差的影响因素研究提供了新的研究视角和经验证据。邵新建等(2018)研究了审核制下分析师的预测行为会受到券商承销业务的影响,本文基于科创板注册制这一新的场景,利用询价监管新规这一外生冲击,对该问题进行了探索,并进一步研究了承销商分析师的预测影响机构投资者报价的机理,拓展了相关文献。

最后,本文为政策制定者完善科创板发行定价制度提供一定启示。吕怀立等(2021)和周冬华(2020)等分别从承销商经历和科创板公司股东结构等角度探索了影响新股发行定价的因素,本研究则直接聚焦科创板询价监管新规对机构投资者报价的影响。研究发现让非承销商分析师禁言的询价新规使得承销商分析师与IPO公司合谋成本更低,承销商分析师的预测更加乐观,对于机构投资者的影响力也显著下降。由此可见,要完善新股发行定价机制,限制非承销商分析师发布预测并非良药,建立长期有效的监督机制保证分析师的独立性才是关键。

二、文献回顾

分析师作为资本市场重要的信息中介,是公司与投资者之间信息传递的桥梁,其通过对公司信息搜集、解读和分析,为资本市场参与者提供决策所需的信息。已有文献表明,分析师在我国资本市场中提供了有价值的信息,分析师预测是投资者评估公司价值的重要依据(Healy和Palepu, 2001; Beyers等, 2010; Chen等, 2010; 何贤杰等, 2012)。刘昶和修世宇(2008)研究

发现分析师做出的股票推荐是有信息含量的;吴东辉和薛祖云(2005)则发现分析师的盈余预测是具有投资价值的;姜超(2013)则发现分析师的信息搜集工作显著缓解了公司与投资者间的信息不对称,提高了股价的信息含量;廖明情等(2018)则研究发现即使对于具有较强专业分析能力的基金等机构投资者,分析师提供的信息同样具有决策有用性。

关于科创板IPO定价效率的文献主要从IPO首日回报和定价机制两方面展开,现有文献关于科创板IPO定价效率的结论并未达成一致。一类文献立足科创板成立和注册制改革,发现相较于新股核准上市,注册制能够降低IPO抑价率,提高资本市场定价效率,表现为科创板新股实际首日收益率和连续涨停天数更低(赖黎等,2022;乔贵涛等,2022)。刘丽娟(2020)则研究发现IPO抑价现象在我国科创板市场中依然存在,但从统计角度来看其IPO抑价程度相对于主板市场已有了明显缓解。然而王梓凝和王跃堂(2023)对科创板和创业板的研究却指出,注册制改革并未提高IPO定价效率,相反却表现出更高的新股首日收益率。另一类文献从微观视角探究注册制背景下的IPO定价机制。张汨红(2022)聚焦机构投资者发现,在竞争激烈的情况下,机构投资者可能存在抱团压价行为,导致IPO抑价未得到有效缓解;杨春子(2023)则发现科创板的全面市场询价制度能有效约束非理性定价,审计质量对IPO抑价率的负向作用更加显著;曹奥臣和张铁刚(2022)则发现券商跟投意愿对承销商的IPO定价偏误具有显著的抑制效果,科创板询价机制调整会强化这一抑制效果;薛爽和王禹(2022)则对公开IPO审核问询这一信息披露事件展开细致研究,发现上市公司回复问询函时信息质量越高,越能缓解公司首发抑价程度,机构投资者网下询价意见分歧也越小。

综上,对于科创板IPO定价效率的研究成果已然颇丰,然而从特定利益相关方角度展开检验的文献较少,本文借助询价监管新规作为外生冲击,从承销商分析师角度探究外生监管变化对机构投资者报价决策的影响,并进一步探讨影响机制。

三、制度背景、理论分析与假说提出

(一)制度背景

科创板是落实创新驱动发展战略的重要载体,长期以来为大量新兴成长中与高科技公司提供了合适的融资环境。随着注册制改革稳步推进,IPO定价更多交给市场来决定。在这过程中,券商投价报告成为网下投资者对发行人投资价值判断的重要参考材料,在股票发行承销中发挥更加重要的作用。根据《上海证券交易所科创板首次公开发行股票发行与上市业务指南》,机构投资者在报价过程中,需要借助承销商、发行人以及其他信息中介提供的相关信息评估公司的价值,给出一个合理的“高价”,同时还要避免报价过高落入机构报价的剔除区间,从而失去申购资格。由于各个机构都是独立报价,在全部机构报价完成前,机构投资者只知道自身的报价,而对于除自身之外其他所有机构的报价并不清楚,进而无法制定相应的报价策略提高报价有效的概率。此时,分析师的估值预测提供了报价可供参考的“锚”,围绕这个“锚”来报价,机构投资者能够降低自身报价偏离其他机构平均水平的概率,从而避免自身报价落入高价区间。从这个角度来看,分析师的估值预测有利于机构投资者形成报价联盟,为“抱团压价”提供了便利条件。

科创板注册制改革把首发定价权还给市场,本意是想充分发挥有效市场的价值发现作用,确保科创板对优秀初期企业的吸引力。然而,机构投资者为搏入围刻意“抱团报价”的现象一再出现证明了一级市场资源错配的存在,如果机构投资者在新股定价过程中不能发挥公允作用,资本市场的公平和效率会受到冲击。2020年9月24日,中证协、上交所和深交所联合发布了

《关于就网下投资者询价合规情况全面自查的通知》，要求参与科创板和创业板询价的网下投资者提交公司制度、报价依据、定价决策过程及内控合规执行情况等材料，就询价合规情况进行全面自查。同时监管机构还发放问卷，重点调查了解包括前文提到的上纬新材在内的8单注册制IPO项目定价流程及撤单情况。在询价监管新规中，监管部门要求机构投资者自行研究，自主报价，引导非承销商分析师减少发布新股价格预测。由于非承销商分析师在科创股询价阶段发布预测价格的行为受到限制，承销商分析师的话语权显著提升。本文以询价监管新规为出发点，探究询价监管新规是否改变了承销商分析师在一级市场中的影响力，尤其是对机构投资者报价的影响。

(二) 理论分析与假说提出

价格发现是资本市场的主要功能之一，专业的中介机构和机构投资者在这个过程中扮演了关键角色。分析师作为金融市场中重要的信息中介，在获取公开信息和私人信息方面具有天然的专业性，能够在发行人和机构投资者之间搭建起沟通公司估值的桥梁，有利于降低双方的信息不对称。特别是隶属于新股发行承销商的分析师，其所在券商在帮助企业IPO时能够获得更多的私人信息，从而帮助分析师更准确地预测新股内在价值。在科创板的做市商机制下，监管机构允许发行人和机构投资者发挥自主能动性，不再给予指导价格区间，双方以询价的方式决定最终的发行价格。各个机构报价独立，为避免自家的报价过高被剔除或过低而失效，机构需要一个专业性的参考价值以提高中签概率。此时，分析师的估值预测起到了一个锚定的效应，围绕这个“锚”来报价，机构投资者能够降低自身报价偏离其他机构平均水平的概率。因此基于价值发现的逻辑，机构投资者报价将受到承销商分析师预测价格的影响。

然而，基于利益冲突理论(Mehran和Stulz, 2007)，承销商分析师可能为了迎合发行人的利益，发布有偏颇的新股预测价格，从而丧失客观性。由于承销商的承销收入与募资金额挂钩，承销商有强烈动机抬高发行价(俞红海等, 2013; 邵新建等, 2018; 张岩和吴芳, 2021)，因此为了获取更高的承销收入，承销商分析师有动机与IPO公司合谋给出偏高的预测价格。基于合谋的逻辑，机构投资者不一定信赖承销商分析师发布的预测价格，承销商分析师预测价格对于机构投资者报价的影响力有限，他们可能从非承销商分析师那里获得决策信息。与此同时，机构投资者通常也会搭建自有的信息渠道以满足投资需求，例如黄方亮等(2019)基于问卷及辅助访谈调研结果的分析发现，异质投资者的信息获取与利用行为存在差异，机构会更多地通过实地调研获取更多信息。Hong等(2019)也发现实地调研可以为机构投资者提供增量信息，进而影响基金业绩。

随着询价监管新规的发布，非承销商分析师不再参与新股发行定价预测，承销商分析师对机构投资者报价的影响力可能发生变化。一方面，已有文献发现上市前非承销商分析师的研究报告提供了有价值的信息(Jia等, 2019; Weber等, 2023)，当非承销商分析师被噤声后，机构投资者能够获得的公开报价信息有限，承销商分析师预测价格对于机构投资者报价的影响力将显著上升；另一方面，非承销商分析师的退出降低了承销商分析师面临的外部竞争，导致机构投资者无法获得其他有效的预测价格参考，难以分辨承销商分析师预测价格的客观性。与此同时，外部监督力度减弱可能会降低承销商分析师与IPO公司进行价格合谋的成本，从而使承销商分析师更加肆无忌惮地与IPO公司联合抬高新股定价。因此，机构投资者可能认为承销商分析师的报价报告不再是一个可靠的“锚”。当公开信息渠道被名义垄断后，询价机构更可能依赖自己的判断和过去建立的自有信息渠道，如实地调研，与其他机构同行沟通交流，以确定最终报价(Dambra等, 2018; Weber等, 2023)。对外则表现为不再追随承销商分析师的预测报价，承销

商分析师对机构投资者报价的影响力下降。

综上,本文认为,询价监管新规发布后,一方面由于承销商分析师作为主要的估值信息提供者,他对机构投资者报价的影响力将显著上升;另一方面,由于询价监管新规降低了承销商分析师与IPO公司的合谋成本,机构投资者对于承销商分析师的信任程度下降,从而削弱承销商分析师对机构投资者报价的影响力。为此,本文提出如下竞争性研究假说:

假说1.1: 询价监管新规后,承销商分析师对机构投资者报价的影响力显著上升。

假说1.2: 询价监管新规后,承销商分析师对机构投资者报价的影响力显著下降。

四、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文以2019年7月22日到2022年12月31日间在科创板上市的487公司为分析对象,考察询价监管新规前后分析师对机构投资者报价影响的变化。由于询价监管新规之后除承销商分析师外,其他分析师不再发布预测价格,本文着眼于承销商分析师在询价监管新规推出前后对机构投资者报价的影响力变化。承销商分析师预测价格利用承销商分析师研报手工整理而来,机构投资者报价数据来自WIND数据库^①。剔除转板上市以及相关变量存在缺失值的样本后,本文最终研究样本由487个“公司-承销分析师”和194797个“公司-承销商分析师-机构投资者”观测构成。

(二)研究设计与变量定义

为了检验询价监管新规后承销商分析师对机构投资者报价的影响变化,本文设计了如下研究模型:

$$Error = \alpha_0 + \alpha_1 Post + \alpha_2 Controls + \alpha_3 InstitutionFE + \alpha_4 BrokerFE + \varepsilon \quad (1)$$

其中,模型的被解释变量 $Error$,是机构投资者的申购报价与分析师预测价格差的绝对值,除以新股发行价格,用来衡量分析师预测对机构报价的影响力。该指标越小,代表分析师对机构投资者报价的影响力越强。模型的主要解释变量为 $Post$, $Post$ 为虚拟变量,对于在2020年9月24日后完成发行上市的公司, $Post$ 定义为1,否则定义为0。

参考现有文献(Hunt-McCool等,1996),本文在模型(1)中加入如下变量控制变量:公司规模($Size$),资产负债率(Lev),盈利能力(Roa),IPO前一年毛利率($Grossrate$),融资规模($IPOSize$),承销商声誉($IPOrank$),资本市场的环境(Ind_pe_month)以及是否联合承销($Alliance$),具体变量定义见表1。为了控制机构投资者和承销商层面可能遗漏的重要变量问题,本文在模型(1)中同时加入了机构投资者($Institution$)和承销商($Broker$)的固定效应。此外,本文在回归中进行了上市公司、机构投资者和承销商三个维度的聚群效应(Cluster)处理。最后,为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾(Winsonrize)处理。

表2列示了回归中主要变量的描述性统计。数据显示,被解释变量 $Error$ 的平均值为0.388,最大和最小值分别为0.82和0.002,标准差为0.233,该数据表明机构投资者报价相比于承销商分析师预测价格较为分散。核心解释变量 $Post$ 的均值为0.680,表明有68.0%的科创板公司上市是发生在询价监管新规后。

^①机构投资者通常是以子基金或者资产管理计划等子项目为基本单位参与新股申购报价,本文对于同一个机构投资者下不同子项目进行合并处理,如果不同子项目存在超过一个申购报价时,本文取最多申购数量对应的价格作为该机构投资者的申购价格。

表1 变量定义表

变量名称	定义
<i>Error</i>	机构报价与分析师预测价格差的绝对值/新股发行价格
<i>Post</i>	若公司在2020年9月24日后完成发行上市,则取值1,否则0
<i>Lev</i>	公司上市前一年度资产负债率
<i>Roa</i>	公司上市前一年度资产回报率
<i>Size</i>	公司上市前一年度营业收入自然对数
<i>Grossrate</i>	公司上市前一年度毛利率
<i>IPOSize</i>	公司IPO融资规模的自然对数
<i>Ind_pe_month</i>	发行前一个月行业PE均值
<i>IPOrank</i>	公司IPO承销商前一年度承销金额排名前10名,则取值1,否则0
<i>Alliance</i>	若公司IPO属于联合承销,取值1,否则0

表2 研究变量的描述性统计

变量	观测数	平均值	标准差	中位数	最大值	最小值
<i>Error</i>	194797	0.388	0.233	0.383	0.820	0.002
<i>Post</i>	194797	0.680	0.467	1.000	1.000	0.000
<i>Lev</i>	194797	0.357	0.177	0.338	0.838	0.059
<i>Roa</i>	194797	0.148	0.156	0.136	0.878	-0.476
<i>Size</i>	194797	20.157	1.169	20.035	23.815	13.353
<i>IPOSize</i>	194797	20.644	0.819	20.566	23.026	19.337
<i>Ind_pe_month</i>	194797	38.614	13.168	35.527	95.388	14.084
<i>Grossrate</i>	194797	0.476	0.211	0.437	0.949	0.092
<i>IPOrank</i>	194797	0.610	0.488	1.000	1.000	0.000
<i>Alliance</i>	194797	0.146	0.353	0.000	1.000	0.000

五、实证结果

本文首先检验了询价监管新规推出前后分析师预测价格对机构投资者报价的影响力差异。同时,为了验证主要结果的稳健性,本文通过替换被解释变量,替换固定效应以及改变样本范围的方式进行了稳健性检验。随后,本文对基本结果进行了横截面分析,以检验分析师对机构投资者报价决策影响力变化的异质性。

(一) 基本结果

模型(1)的回归结果列示在表3。第(1)、(2)、(3)列分别列示的是加入*Post*变量,同时加入控制变量以及同时加入控制变量和固定效应的结果。由表3可知,无论是哪一列,*Post*的系数均在1%的水平上显著为正,说明询价监管新规推出后,承销商分析师对机构报价的影响力显著下降了。该结果表明,询价监管新规发布后承销商分析师与IPO公司的合谋会进一步降低机构投资者对其报价的信任程度,从而削弱承销商分析师对机构投资者报价的影响力,本文的假说1.2得以验证。

(二) 稳健性检验

为了保证主要结果的稳健性,本文进行了如下一系列的稳健性检验:

首先,被解释变量替换为机构报价与分析师预测差的绝对值/分析师预测价格(*Error1*),回归结果如表4第(1)列所示,基本结果保持不变;其次,承销商分析师与特定机构投资者的合作

表3 询价监管新规与机构投资者报价

	(1) <i>Error</i>	(2) <i>Error</i>	(3) <i>Error</i>
<i>Post</i>	0.797 ^{***} (12.15)	0.788 ^{***} (11.06)	0.787 ^{***} (10.97)
<i>Lev</i>		0.316(1.27)	0.474 ^{**} (2.23)
<i>Roa</i>		-0.082(-0.59)	0.073(0.61)
<i>Size</i>		0.113 ^{**} (2.29)	0.092 [*] (1.94)
<i>IPOSize</i>		-0.428 ^{***} (-10.75)	-0.437 ^{***} (-11.97)
<i>Ind_pe_month</i>		0.014 ^{***} (8.53)	0.012 ^{***} (7.52)
<i>Grossrate</i>		0.055(0.25)	0.047(0.23)
<i>IPOrank</i>		0.015(0.16)	-0.251(-1.21)
<i>Alliance</i>		0.029(0.38)	0.053(0.68)
<i>Constant</i>	0.355 ^{***} (11.20)	6.237 ^{***} (6.41)	6.997 ^{***} (7.81)
<i>Fund</i>	No	No	Yes
<i>Broker</i>	No	No	Yes
<i>Observations</i>	196,375	194,797	194,784
<i>R-squared</i>	0.176	0.346	0.450

注：括号内为t值，当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时，分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

关系对基本结果的影响，本文将原来的承销商分析师(Broker)与机构报价者(Fund)分别的固定效应替换为承销商分析师与机构报价者交叉的固定效应(Fund_Broker)，回归结果如表4第(2)列所示，基本结果保持不变；最后，考虑到询价监管新规推出前有些科创板上市公司新股的价格预测也仅由承销商分析师参与(21家公司)，可能会对本文实证结果产生干扰，对此，本文剔除此类公司后，回归结果如表4第(3)列所示，基本结果保持不变。

表4 稳健性检验

	(1) <i>Error1</i>	(2) <i>Error</i>	(3) <i>Error</i>
<i>Post</i>	0.201 ^{***} (9.77)	0.783 ^{***} (10.89)	0.825 ^{***} (10.78)
控制变量	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	1.970 ^{***} (7.77)	7.047 ^{***} (7.97)	6.926 ^{***} (7.80)
<i>Fund</i>	Yes		Yes
<i>Broker</i>	Yes		Yes
<i>Fund_Broker</i>		Yes	
<i>Observations</i>	194,784	186,326	186,692
<i>R-squared</i>	0.438	0.462	0.457

注：括号内为t值，当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时，分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

(三) 横截面分析

1. 承销商声誉

承销商特征会影响到承销商分析师预测价格的可信度，一般来说，分析师所在券商规模越大，声誉越强，对于承销客户的业务依赖性更低，机构投资者会更加相信此类承销商的分析师的独立性。因此本文预期，询价监管新规后非承销商分析师对机构投资者报价影响力的减弱更多发生在声誉较差的承销商中。为了检验该问题，本文在模型(1)中加入承销商声誉以及承销

商声誉与*Post*的交乘项,其中承销商声誉按照承销商IPO业务金额排名(*IPOrank1*)和IPO业务数量排名(*IPOrank2*)两个指标来度量,回归结果如表5所示。表5第(1)、(2)列的结果显示,交叉项*Post_IPOrank*的系数均在1%的水平上显著为负,表明询价监管新规推出后,相比于低声誉券商,高声誉承销商的分析师预测价格对机构投资者影响更大。由此可见,承销商的高声誉有助于缓解询价监管新规推出后,投资者对于分析师预测价格的不信任,在一定程度上增强承销商分析师对于机构投资者报价的影响力。

2.公司信息环境

由前述结果可知,询价监管新规后,承销商分析师在IPO市场中拥有了信息供给的名义垄断权,机构投资者更加难以分辨承销商分析师预测价格的客观性,特别是那些定价更加困难的公司。如果科创板上市公司存在较多的非市场化交易,如供应商集中、关联交易比例大,那么公司的信息环境相对较差,外部投资者通过公开渠道获取与公司价值相关信息的成本将显著增加。在此类公司中,由于承销商分析师拥有较大的信息优势,而机构投资者无法判断分析师提供的预测信息的真实性,此时承销商分析师的预测报价可能会受到机构投资者更大的质疑。因此本文预期在信息环境更差的IPO公司中,机构投资者更不依赖承销商分析师的预测价格进行报价,承销商分析师对机构投资者报价的影响力将更弱,最终表现出分析师预测价格与机构投资者报价的偏离程度更大。

为了检验该问题,本文在模型(1)中加入公司信息环境以及公司信息环境与*Post*的交乘项。参考现有文献(李增泉,2017;Gu等,2019;Li等,2020),本文从供应商集中度(*Supply*)和关联交易程度(*Connect*)两方面度量公司信息环境。其中,若公司前五大供应商集中度大于0.3,*Supply*取值1,否则取值0;若公司关联交易占公司营业收入比例大于所在科创板行业均值,*Connect*取值1,否则取值为0。无论是*Supply*取1还是*Connect*取1,均表明公司经营的市场化程度相对较低,公司信息环境更差。回归结果如表6所示,第(1)列和第(2)列分别展示了供应商集中度(*Supply*)和关联交易程度(*Connect*)的回归结果。无论是用供应商集中度(*Supply*)还是关联交易程度(*Connect*)来度量公司信息环境,交乘项系数均显著为正,表明询价监管新规推出后,在信息环境更差的IPO公司中,承销商分析师对机构投资者报价的影响力更弱。

表5 询价监管新规、承销商声誉与分析师的影响力

	(1) <i>Error</i>	(2) <i>Error</i>
<i>Post</i>	1.019*** (8.81)	0.957*** (8.33)
<i>IPOrank1</i>	-0.053(-0.29)	
<i>Post_IPOrank1</i>	-0.366***(-2.66)	
<i>IPOrank2</i>		-0.094(-0.70)
<i>Post_IPOrank2</i>		-0.270**(-2.01)
控制变量	Yes	Yes
<i>Constant</i>	6.818*** (6.42)	7.023*** (6.66)
<i>Fund</i>	Yes	Yes
<i>Broker</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	194,784	194,784
<i>R-squared</i>	0.457	0.455

注:括号内为t值,当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时,分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

表6 询价监管新规、公司信息环境与分析师的影响力

	(1) <i>Error</i>	(2) <i>Error</i>
<i>Post</i>	0.621*** (6.39)	0.699*** (7.94)
<i>Supply</i>	0.034(0.44)	
<i>Post_Supply</i>	0.259**(2.23)	
<i>Connect</i>		0.112(1.52)
<i>Post_Connect</i>		0.214*(1.81)
控制变量	Yes	Yes
<i>Constant</i>	7.138*** (6.87)	6.449*** (6.27)
<i>Fund</i>	Yes	Yes
<i>Broker</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	194,784	194,784
<i>R-squared</i>	0.464	0.469

注:括号内为t值,当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时,分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

六、进一步分析

上文发现询价监管新规后,承销商分析师对机构报价的影响力显著下降,在此部分,本文将针对以下两个问题展开进一步研究:(1)承销商分析师是否在询价监管新规后更加乐观了?从而对机构投资者报价的影响力减弱;(2)由于询价监管新规后机构投资者“抱团压价”的信息成本提高了,那么投资者报价的离散程度是否在询价监管新规后显著增加?

(一) 询价监管新规与承销商分析师报价乐观程度

本文基本分析结果表明,询价监管新规后承销商分析师对机构报价的影响力变弱了。为了分析询价监管新规降低承销商分析师市场影响力的影响机理,本文进一步检验询价监管新规对承销商分析师新规定价乐观程度的影响。我们预期,由于询价监管新规导致承销商分析师面临的外部竞争减弱,承销商分析师在询价监管新规后变得更加乐观。为了检验该问题,本文以2019—2022年487家科创板上市公司为研究样本,设计了研究模型(2)。被解释变量 $Forecast_optimistic$ 代表承销商分析师预测的乐观程度,本文分别按照分析师预测价格是否高于IPO公司上市后的首日收盘价($Forecast_ipoprice$)以及是否高于IPO公司发行价格($Forecast_issueprice$)来度量。具体来说,当分析师预测价格高于IPO公司上市后的首日收盘价, $Forecast_ipoprice$ 取值为1,否则取值为0;当分析师预测价格小于IPO公司发行价格, $Forecast_issueprice$ 取值为1,否则取值为0。解释变量 $Post$ 与控制变量与模型(1)保持一致,具体变量定义见表1。在此模型中,本文还加入了行业固定效应。

$$Forecast_optimistic = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Controls + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)的回归结果如表7所示,表7第(1)列的被解释变量为分析师预测价格是否高于首日收盘价($Forecast_ipoprice$),第(2)列的被解释变量为分析师预测价格是否高于发行价($Forecast_issueprice$)。由表7的回归结果可知,无论是用 $Forecast_ipoprice$ 还是 $Forecast_issueprice$ 来度量承销商分析师的乐观程度, $Post$ 变量均在1%的水平上显著为正。该结果表明询价监管新规后,承销商分析师的预测更加乐观。鉴于此,机构投资者在进行报价时会更不信赖承销商分析师的报价,因此承销商分析师的定价影响力在询价监管新规后减弱。

(二) 询价监管新规与机构投资者报价离散程度

询价监管新规后,由于非承销商分析师噤声,而承销商分析师出于自身利益考虑可能提高预测价格,机构投资者报价时可参考的信息有限,机构投资者“抱团压价”的信息成本将显著提高,因此本文预期机构投资者报价的离散程度将在询价监管新规后显著增加。为了检验该问题,本文在模型(2)的基础上,更换被解释变量为所有机构投资者报价的离散程度($Dispersion$),该变量是通过所有机构投资者报价的标准差计算而来。考虑到并不是所有报价都是有效报价^①,本文剔除无效报价后,重新计算机构投资者报价的标准差,即被解释变量($Dispersion1$)。此外,

表7 询价监管新规与承销商分析师报价乐观程度

	(1) $Forecast_ipoprice$	(2) $Forecast_issueprice$
$Post$	2.691*** (7.87)	1.504*** (6.06)
控制变量	Yes	Yes
$Constant$	-11.177*** (-3.24)	3.101 (0.82)
$Industry$	Yes	Yes
$Observations$	487	487
$R-squared$	0.208	0.233

注:括号内为t值,当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时,分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

^①机构投资者有效报价的范围是高于最终的发行价,同时低于交易所高价剔除规则的“高价”。关于“高价”的规定,2021年9月18日前,是占总申报量10%的最高报价,2021年9月18日后,是占总申报量3%的最高报价。

模型(3)在模型(2)的基础上加入参与询价阶段的机构投资者数量(Number)的控制变量,其他控制变量以及行业固定效应与模型(2)保持一致。

$$Dispersion = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Controls + Industry + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)的回归结果如表8所示,8第(1)列的被解释变量为所有机构投资者报价的标准差(*Dispersion*),第(2)列的被解释变量为保留有效报价后的机构投资者报价的标准差(*Dispersion1*)。由表8的回归结果可知,无论是用*Dispersion*还是*Dispersion1*来度量机构投资者报价的离散程度,*Post*变量均在1%的水平下显著为正。该结果表明询价监管新规后,机构投资者报价的离散程度更高。原因在于,机构投资者在询价监管新规后“抱团低价”的信息成本更高。

表8 询价监管新规与机构投资者报价离散程度

	(1) <i>Dispersion</i>	(2) <i>Dispersion1</i>
<i>Post</i>	4.813*** (8.89)	2.550*** (8.62)
控制变量	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-47.918*** (-4.76)	-12.895*** (-2.86)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	486	486
<i>R-squared</i>	0.432	0.383

注:括号内为t值,当估计系数通过10%、5%、1%显著性水平检验时,分别用*、**、***进行标识(双尾检验)。

七、研究结论与政策启示

本文以2020年9月24日中国证券业协会联合沪深交易所发布的询价监管新规作为外生冲击事件,考察询价监管新规前后承销商分析师对机构投资者报价行为的影响。实证结果发现,询价监管后承销商分析师对机构投资者报价的影响力显著下降。横截面结果显示,当承销商声誉较低、上市公司信息环境更差时,承销商分析师对机构投资者报价的影响力在询价监管后下降更多。进一步研究发现,询价监管新规后,承销商分析师预测价格更加乐观,机构投资者报价的离散程度更大。本文的结论拓展了分析师对机构投资者影响的文献,为进一步完善注册制下新股发行定价机制提供了重要的政策启示。

基于现有发现,本文提出以下几点政策启示:(1)让非承销商分析师禁言的询价新规非但不能有效遏制询价阶段非承销商分析师与机构投资者的“抱团压价”,还会进一步加剧承销商分析师与IPO公司的合谋。限制非承销商分析师发布新股预测并非完善新股发行定价机制的良药,需要从更根本性的制度层面入手,比如完善注册制新股高价剔除规则,增加参与各方合谋成本,督促询价机构客观、诚信地参与新股报价。(2)建议加大政府监察力度,强化信息中介监管体系。无论是询价监管新规发布前分析师与机构投资者的合谋压价,抑或是询价监管新规后承销商分析师与IPO公司的合谋,分析师不再保持客观性是其中的关键症结。有效的外部监管机制可以有效保证分析师的独立性,进而提高分析师预测价格的信息含量,进一步发挥报价报告在发行定价中“锚”的作用。(3)优化信息披露制度,畅通市场投资者与科创板上市公司直接沟通渠道,如投资者互动平台(IIP),增加发行端有效信息供给,引导投资者理性决策和价值投资,提高IPO定价效率。

主要参考文献:

- [1] 曹奥臣,张铁刚. 券商跟投意愿、询价制调整与IPO定价偏误——来自中国科创板市场的经验证据[J]. 中央财经大学学报,2022,(12).
- [2] 程小可,武迪,高升好. 注册制下IPO过程中机构投资者合谋报价研究:来自科创板与创业板的经验证据[J]. 中国软科学,2022,(08).
- [3] 何贤杰,肖土盛,田野,等. 新会计准则对资本市场信息环境的影响研究[J]. 中国会计与财务研究,2012,(1).

- [4] 黄方亮, 孙莉, 陈静, 等. 投资者IPO信息获取与权益保护——基于成熟投资者问卷调查的研究[J]. 南开管理评论, 2019, (1).
- [5] 姜超. 证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国A股股价中公司特质信息含量的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2013, (2).
- [6] 赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J]. 管理世界, 2022, (4).
- [7] 李增泉. 关系型交易的会计治理——关于中国会计研究国际化的范式探析[J]. 财经研究, 2017, (2).
- [8] 廖明情, 邓路, 宋顺林. 内部“军师”和外部“谋士”谁更重要——基于基金公司内部数据的经验证据[J]. 南开管理评论, 2018, (3).
- [9] 刘昶, 修世宇. 分析师利益与投资建议的信息含量[J]. 统计研究, 2008, (10).
- [10] 刘丽娟. 科创板上市公司IPO定价效率研究[J]. 价格理论与实践, 2020, (8).
- [11] 吕怀立, 贾婉娇, 李婉丽. 核准制保荐经历与科创板IPO定价——来自保荐代表人的经验证据[J]. 会计研究, 2021, (5).
- [12] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011, (9).
- [13] 乔贵涛, 杨丹, 王亚茹. 股票发行注册制改革与资本市场定价效率——基于IPO抑价的经验证据[J]. 金融发展研究, 2022, (12).
- [14] 邵新建, 洪俊杰, 廖静池. 中国新股发行中分析师合谋高估及其福利影响[J]. 经济研究, 2018, (6).
- [15] 王梓凝, 王跃堂. 注册制改革对IPO溢价的影响研究——基于投资者非理性假说的分析[J]. 现代经济探讨, 2023, (6).
- [16] 吴东辉, 薛祖云. 对中国A股市场上财务分析师盈利预测的实证分析[J]. 中国会计与财务研究, 2005, (1).
- [17] 薛爽, 王禹. 科创板IPO审核问询回复函与首发抑价[J]. 管理世界, 2022, (4).
- [18] 杨春子. 异常审计费用、审计质量与IPO定价效率——基于科创板和创业板的差异比较[J]. 财会通讯, 2023, (11).
- [19] 俞红海, 刘焯, 李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013, (10).
- [20] 张汨红. 机构投资者异质性与IPO抑价——基于科创板的实证研究[J]. 金融理论与实践, 2022, (11).
- [21] 张岩, 吴芳. 跟投制度与IPO定价——来自科创板的经验证据[J]. 经济管理, 2021, (6).
- [22] 周冬华. 创业投资对科创板上市公司IPO抑价率的影响研究[J]. 当代财经, 2020, (10).
- [23] Beyer A, Cohen D A, Lys T Z, et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2-3): 296-343.
- [24] Chen X, Cheng Q, Lo K. On the relationship between analyst reports and corporate disclosures: Exploring the roles of information discovery and interpretation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3): 206-226.
- [25] Dambra M, Field L C, Gustafson M T, et al. The consequences to analyst involvement in the IPO process: Evidence surrounding the JOBS Act[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, 65(2-3): 302-330.
- [26] Francis J, Soffer L. The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions[J]. *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2): 193-211.
- [27] Givoly D, Lakonishok J. The information content of financial analysts' forecasts of earnings: Some evidence on semi-strong inefficiency[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 1(3): 165-185.
- [28] Gu Z Y, Li Z Q, Yang Y G, et al. Friends in need are friends indeed: An analysis of social ties between financial analysts and mutual fund managers[J]. *The Accounting Review*, 2019, 94(1): 153-181.
- [29] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [30] Hong X, Zhuang Z, Kang D, et al. Do corporate site visits impact hedge fund performance?[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 56: 113-128.

- [31] Hunt-McCool J, Koh S C, Francis B B. Testing for deliberate underpricing in the IPO premarket: A stochastic frontier approach[J]. *Review of Financial Studies*, 1996, 9(4): 1251–1269.
- [32] Jia C X, Ritter J R, Xie Z, et al. Pre-IPO analyst coverage: Hype or information production?[R]. SSRN 3086114, 2019.
- [33] Li Z Q, Wong T J, Yu G. Information dissemination through embedded financial analysts: Evidence from China[J]. *The Accounting Review*, 2020, 95(2): 257–281.
- [34] Loh R K, Stulz R M. When are analyst recommendation changes influential?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(2): 593–627.
- [35] Lys T, Sohn S. The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 13(4): 341–363.
- [36] Mehran H, Stulz R M. The economics of conflicts of interest in financial institutions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(2): 267–296.
- [37] Weber J, Willenborg M, Wu B Y, et al. IPO price formation and analyst coverage[J]. *Review of Accounting Studies*, Forthcoming, 2023.

Bidding Supervision and Market Influence of Underwriter Analysts: Evidence from the IPO of the STAR Market

He Kaigang¹, Qin Yulong², Yang Qing³

(1. School of Accountancy, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China; 2. Economics School, Jilin University, Jilin Changchun 130012, China; 3. School of Accountancy, Zhejiang University of Finance and Economics, Zhejiang Hangzhou 310018, China)

Summary: Since the official opening of the STAR Market in July 2019, it has been the first to adopt a registration system and has received great market attention. Under the registration system, the issuance price of new stocks is no longer subject to regulatory guidance, but is determined by investors' offline inquiries. However, due to the implementation of a high price exclusion system during the IPO bidding stage of the STAR Market, institutional investors participating in the IPO bidding have a strong motivation to collude by negotiating low prices, resulting in the interests of the issuer being damaged. In order to alleviate the phenomenon of “group bargaining” between analysts and primary market bidding institutions, the China Securities Association, in conjunction with Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange, issued a notice on “Comprehensive Self-inspection of Compliance with Bidding by Offline Investors” on September 24, 2020. This paper takes 487 listed companies on the STAR Market from 2019 to 2022 as the research object, and examines the impact of underwriter analysts on institutional investors' pricing behavior before and after the new regulations on bidding supervision. The empirical results show that the impact of underwriter analysts on institutional investors' bids significantly decreases after the new regulations on bidding supervision. The cross-sectional results show that when the reputation of underwriter analysts is lower and the information environment

(下转第152页)

donations in the east of “Hu Huanyong line” have a better effect on earnings sustainability; from the perspective of resource dependence, corporate donations from the secondary industry and the tertiary industry also have a better effect on earnings sustainability.

The marginal contributions of this paper are that: First, from the perspective of common prosperity goal, it studies how the third distribution represented by corporate donations affects the sustainable development of corporate earnings, providing certain enlightenment for the better implementation of “guiding and supporting enterprises to actively participate in public welfare and philanthropy”. Second, it reveals the resource differences brought about by corporate donations under different motivations, providing a theoretical basis for better understanding and guiding the donation behavior of enterprises to achieve common prosperity of the whole society. The conclusions verify the positive effect of corporate donations on earnings sustainability, and further clarify the differences in the ability of different donation motivations to obtain resources, which is conducive to responding to the negative argument of existing studies that corporate donations may worsen their performance, and encouraging enterprises to actively participate in the third distribution of social resources and wealth.

Key words: corporate donations; earnings sustainability; resource acquisition; donation motivations

(责任编辑: 倪建文)

(上接第15页)

of listed companies is worse, the impact of underwriter analysts on institutional investors' bids decreases more after the new regulations on bidding supervision. Further research finds that after the new regulations on bidding supervision, underwriter analysts predict prices to be more optimistic and institutional investors' bids to have a greater degree of dispersion. This paper not only enriches the literature on the impact mechanism of analysts on capital market pricing, but also provides new research perspectives and empirical evidence for the factors influencing analysts' optimistic bias. The results provide important policy insights for further improving the pricing mechanism of new stock issuance under the registration system. The new regulations on bidding supervision that prohibit non-underwriter analysts from speaking up not only fail to effectively curb the “group pressure” between non-underwriter analysts and institutional investors during the bidding stage, but also further exacerbate the collusion between underwriter analysts and IPO companies. Restricting non-underwriter analysts from issuing new stock forecasts is not helpful for improving the pricing mechanism of new stock issuance. It is necessary to start from a more fundamental institutional level, such as improving the rules for removing the high prices of registered new stocks, increasing government supervision, and optimizing information disclosure systems.

Key words: underwriter analysts; bidding supervision; institutional investors' bids; STAR market

(责任编辑: 倪建文)