

IPO 抑价理论与实证研究综述

范汉熙

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: IPO 抑价现象是各国证券市场共同面对的一种非常普遍的现象, 而且, 在发展中国家股票市场上, IPO 抑价问题要比发达国家严重得多。本文通过对国内外理论和实证研究进行分析整理, 进而对我国 IPO 抑价问题进行综合分析。

关键词: IPO 抑价; 信息不对称; 行为金融; 二级市场

引言

证券市场上存在的 IPO 价格被低估的异常现象——亦即 IPO 抑价现象——与有效市场假说之间存在着矛盾。但是现有研究表明, IPO 抑价现象是一种非常普遍的现象, 是各国证券市场共同面对的问题; 而且, 在发展中国家股票市场上, IPO 抑价问题要比发达国家严重得多。

发达国家的平均抑价水平在 15% 左右, 一些新兴国家的平均抑价水平位于 60% 左右, 而我国股票市场 IPO 抑价水平则更高。我国 IPO 股票上市首日的平均收益率不仅是发达国家的好几倍, 而且远远高于其他发展中国家。这种异常的 IPO 抑价水平对我国证券市场的健康持续发展具有巨大危害。

在这一历史发展与制度变迁的大背景下, 通过对 IPO 抑价现象进行研究, 有助于了解价格决定与变化的因素和机理, 并对促进我国新股发行与定价的改革, 合理而充分发挥股票的定价与资源配置功能具有积极的现实意义。

一、基本概念

IPO 抑价是指首次发行股票的发行价 (P_0) 显著低于上市之后一般市场价格 (一般用

上市首日收盘价 P_1 计量) 的现象。一般用 $\pi = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$ 来表示 IPO 抑价水平, π 实际上是

IPO 股票的上市首日收益率, 其值越大, IPO 抑价程度越高。

大量实证研究表明, 在国内外股票市场上, 均存在新股上市首日交易价格远远高于发行价格、从而使得新股认购者能够获得超额收益的现象。在 20 世纪 90 年代以前, 股票发行价格低于该股票的内在价值, 或者说, 一级市场发行抑价 (Underpricing), 是学术界对 IPO 首日超额收益率的主流解释。

但是, 人们后来发现, IPO 长期弱势 (Ritter, 1991) 和热销市场 (Ibbotson, Jaffe, 1975) 等异常现象的存在, 极大削弱了这一观点的解释力。行为金融兴起之后, 这一研究路线被引入到 IPO 首日超额收益的研究中, 并为此提出了二级市场溢价 (Overvaluation) 的解释。

以下将分别从实证研究、“一级市场抑价”视角的解释和“二级市场溢价”视角的解释等三个方面介绍现有相关研究成果。

二、股票市场 IPO 抑价的实证研究

有关股票市场 IPO 抑价的实证研究文献相当多, 有的纯粹做实证研究, 有的则是与理论解释结合在一起。大致可分为两类: 就整个市场或者具有某种属性 (如行业) 的分市场考察其 IPO 抑价水平; 分析 IPO 抑价水平的影响因素, 并 (或) 检验理论假说 (解释) 的有效性。

在 IPO 抑价水平方面，已有研究表明，世界各国的股票市场普遍存在 IPO 抑价现象；不同国家的股票市场的 IPO 抑价水平差别很大；发展中国家股票市场的 IPO 抑价问题通常比发达国家严重，前者的 IPO 抑价率一般介于 30%和 80%之间，而后的 IPO 抑价率一般不超过 20%。

(1) 国外相关实证研究

Reily & Hatfield (1969) 以美国股票市场 1963 年 1 月至 1965 年 12 月间 53 只新股为样本，研究发现，样本股票的平均首日收益率为 9.6%，大大超过同期市场基准收益率。

Ibboston (1975) 以美国 1960 年 1 月至 1969 年 12 月间 120 只新股为样本，利用 CAPM 方法发现，新股上市一个月内的累积超额收益率达到 11.4% 。

Ritter (1984) 以 1977 年至 1982 年间 1028 只新股为样本，研究发现，在 1980 年 1 月至 3 月的发行热季，新股首日超额收益率达到 48.4%，其余期间则为 16.3%。

此后，IPO 首日收益问题开始成为金融学界研究的热点问题，涌现出大量有关这一问题的实证研究。Ritter (2003) 概括了其中比较权威的一些成果形成表 1，这些研究一致表明，IPO 股票的超额初始收益在世界各国的股票市场普遍存在。从总体上来看，新兴市场新股超额收益（40-60%）一般明显高于成熟市场（15-20%）。

表 1 关于 IPO 首日平均收益研究的成果汇总

国别	研究者	样本数目	起止时间	首日平均收益
澳大利亚	Lee, Taylor & Walter	266	1976-1989	11.9%
奥地利	Aussenegg	67	1964-1996	6.5%
比利时	Rogiers, Manigart & Ooghe	28	1984-1990	10.1%
巴西	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.5%
加拿大	Jog & Riding; Jog & Srivastava	258	1971-1992	5.4%
智利	Aggarwal, Leal & Hernandez	19	1982-1990	16.3%
中国	Datar and Mao	226	1990-1996	388%
芬兰	Keloharju	85	1984-1992	9.6%
法国	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante	187	1983-1992	4.2%
德国	Ljungqvist	170	1978-1992	10.9%
希腊	Kazantzis & Levis	79	1987-1991	48.5%
香港	McGuinness; Zhao and Wu	334	1980-1996	15.9%
印度	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35.3%
以色列	Kandel, Sarig & Wohl	28	1993-1994	4.5%
意大利	Cherubini & Ratti	75	1985-1991	27.1%
日本	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki	472	1970-1991	32.5%
韩国	Dhatt, Kim & Lim	347	1980-1990	78.1%
马来西亚	Isa	132	1980-1991	80.3%
墨西哥	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33.0%
荷兰	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs	72	1982-1991	7.2%
新西兰	Vos & Cheung	149	1979-1991	28.8%
葡萄牙	Alphahao	62	1986-1987	54.4%
新加坡	Lee, Taylor & Walter	128	1973-1992	31.4%

西班牙	Rahnema, Fernandez & Martinez	71	1985-1990	35.0%
瑞典	Rydqvist	251	1980-1994	34.1%
瑞士	Kunz & Aggarwal	42	1983-1989	35.8%
台湾	Chen	168	1971-1990	45.0%
泰国	Wethyavivorn & Koo-Smith	32	1988-1989	58.1%
英国	Dimson; Levis	2133	1959-1990	12.0%
美国	Ibbotson, Sindelar & Ritter	13308	1960-1996	15.8%

（2）国内相关实证研究

对于中国股票市场，国内学者的实证研究表明我国存在 IPO 高抑价，并考察了 IPO 抑价水平的影响因素，分析 IPO 抑价率与发行规模、中签率、发行市盈率、上市间隔、上市年份、大盘收盘指数、首日换手率、承销商声誉、发行方式和所属行业等因素之间的关系，得出了各有差异的结果。

例如，王晋斌（1997）以 1997 年 1 月 8 日至 6 月 27 日在沪市上市的 52 只股票为样本，研究发现，申购新股预期平均超额回报率为 2.702%，而且风险、股利、发行规模、公司规模、宏观经济景气状况、中签率以及承销方式等，都与这一超额收益率没有显著相关关系。

陈工孟、高宁（2000）选择 1991 年至 1996 年间发行上市的 480 只 A 股和 85 只 B 股作为样本，分析发现，A 股平均上市首日收益率达到 335%，B 股平均上市首日收益率为 26%，对于 A 股而言，上市滞后期对首日收益率具有重要影响，上市滞后期在两个月以下，则首日收益率为 116%；否则首日收益率达到 566%。

韩德宗、陈静（2001）选取 1997 年 1 月至 1999 年 12 月在沪深股市首次公开发行的 379 只 A 股作为样本，研究发现，平均首日超额收益率为 135.35%，深市的平均水平略高于沪市，但无显著差别，他们同时发现了热销市场现象在中国存在的证据。

栾培强（2001）以上交所 1996 年 1 月至 1999 年 12 月间首次公开发行上市的 196 支 A 股作为样本，发现 IPO 平均初始收益率达到 120.2%。

陆建军（2002）选取 1998 年至 2001 年间在上交所首次发行上市的 211 只 A 股，研究发现，样本期内年平均首日收益率最低为 114.91%，最高可达 170.45%，并且受到市场强弱、上市首日换手率、发行规模等因素的显著影响。

汪金龙（2002）以 1993 年 4 月至 2000 年 12 月发行上市的 895 只（沪市 468 只，深市 427 只）A 股为样本，研究发现，沪市平均上市首日收益率为 165.80%，深市则为 138.10%，通过多元回归分析揭示，上市首日收益率与发行市盈率正相关，与发行股数、总股本、中签率、发行价格等负相关。

黄新建（2002）选取 1999 年 12 月至 2001 年 6 月间首次发行上市的 195 只沪深 A 股为样本，发现首日超额收益率平均达到 146.47%，流通股发行数量、初始发行价格和中签率对首日收益率具有显著的影响。

戴强、汪金龙（2003）以 1993 年至 2003 年间首次发行上市的沪市 445 只和 424 只股票为样本，发现沪深 A 股平均初始收益率基本相等，分别达到 137.80%和 136.08%。沪深 B 股平均初始收益率分别为 21.71%和 29.78%，与欧美国家成熟资本市场比较接近。

朱南、卓贤（2004）选取 2001 年 1 月至 2003 年 6 月末在沪市发行上市的 160 只新股作为样本，计算得到这一期间内三种发行方式下的上市首日超额回报率，其值分别为 130.75%、139.63%和 106.87%。

李翔、阴永晟（2004）通过对我国沪深股市 1997 年至 2004 年 3 月发行上市的 743 只新股上市首日回报率影响因素的考察分析，得出与其他曾经实施发行监管的国家不同的结论，即发行管制并不是导致我国首日回报率过高的主要因素，IPO 首日收益主要是由市场的供

求矛盾决定的。

蒋顺才、蒋永明、胡琦（2006）以 1990 年 12 月 19 日至 2005 年底在沪深股市首次公开发行上市的 1230 只 A 股为样本，通过研究得出以下结论：中国 A 股 IPO 首日收益率（平均为 145.87%）远远高于世界其他国家和地区，其年度平均值呈逐年下降趋势；发行制度的变化是影响我国 A 股 IPO 首日收益率的主要因素。

耿建新、朱保成（2006）选取 2002-2004 年间在沪市首次公开发行上市的 195 只 A 股作为样本，分析得出以下结论：新股初始收益与上市首日换手率、开盘价显著正相关，而与发行价和中签率显著负相关。

刘中学、林福永（2005）以 1999 年至 2003 年间首次公开发行上市的 452 只 A 股为样本，新股初始收益率受到二级市场状况、行业评级、发行价、流通盘、发行方式评级和前一年每股收益等因素的影响；一、二级市场定价机制的严重脱钩，是我国 A 股市场 IPO 首日收益率奇高的根本原因。

邱东阳、孟卫东（2010）以 2006 年至 2008 年间深圳中小板市场 IPO 股票为样本，应用对比分析、多元回归分析等手段进行研究，结果发现，在中小板市场上，IPO 公司上市当日的初始收益率与承销商声誉之间存在负相关关系，但这种关系在统计意义上并不显著；此外，发行的市盈率、公司发行股本、市场对 IPO 公司的认同程度（中签率）等指标对 IPO 首日收益具有一定的解释作用。

二、基于一级市场抑价视角的理论

这一类理论通常认为二级市场是有效的，IPO 首日超额收益是发行人或者承销商出于自身利益，主动或者被动将发行价格定在低于股票内在价值的水平上。根据研究的起点、基本假设和方法的不同，这些理论大致可以分为信息不对称路线的理论研究、利用博弈分析方法作出的理论研究和行为金融框架下的理论研究等三类，以下将分别予以介绍。

（1）信息不对称路线的理论研究

这类研究强调信息不对称对发行定价的影响，认为主体之间的信息不对称是 IPO 抑价现象出现的根本原因。根据信息不对称存在于哪些主体之间，这类研究可以划分为基于投资者之间信息不对称的研究、基于发行人与承销商之间信息不对称的研究、基于发行人与投资者之间信息不对称的研究、基于监管者与发行人（或者承销商）之间信息不对称的研究等四类，以下将分别予以介绍。

①基于投资者之间信息不对称的研究

Rock（1986）基于投资者之间的信息不对称对 IPO 抑价问题进行理论研究，并提出了 IPO 抑价的“胜者之咒”（Winners' Curse，也有人译为“赢家之咒”）假说。他假设，IPO 市场上存在两类投资者：知情投资者和非知情投资者，前者拥有的信息相对于后者而言更为充分。在新股抑价发行的情况下，知情投资者基于自己掌握的信息，相对于非知情投资者有更大的积极性参与认购，从而使得非知情投资者只能分配到所申购股票的一小部分；而在新股定价过高的情况下，知情投资者不会参与认购，这些股票就会完全出售给非知情投资者。因此，非知情投资者群体只可能申购到较少的抑价发行能够获利的股票和所有的溢价发行造成损失的股票。这意味着，非知情投资者面临“胜者之咒”的困境，为了回避这一困境，其最佳选择是不参与 IPO 申购。但是，非知情投资者对 IPO 的成功至关重要，面对这样的逆向选择问题，为了防止非知情投资者离开一级市场，发行人必须将新股发行价格降低到一个足以弥补投资偏差造成的损失的水平上，亦即抑价发行，以吸引非知情投资者参与新股认购。

Koh & Walter（1989）利用新加坡 1973 年至 1977 年间新上市股票的数据对赢家之咒假说进行实证检验，得到了支持性证据。

然而，James、How & Izan（1995）通过对澳大利亚 1984 年至 1988 年间的 36 个信托投

资公司的 IPO 的研究,发现赢家之咒问题在这一市场上并不存在。

②基于发行人与承销商之间信息不对称的研究

Baron & Holmstrom (1980)、Baron (1982) 和 Loughran & Ritter (2002) 等人基于发行人与承销商之间的信息不对称对 IPO 抑价问题进行理论研究,提出了“投资银行垄断”假说。他们认为,在一级市场上,发行公司和承销商之间存在委托代理关系,也存在信息不对称。承销商相对于发行人而言,拥有更多的有关资本市场和 IPO 定价的经验和信息优势,同时由于信息不对称的缘故,作为委托人的发行人很难鉴别和监督作为代理人的承销商承销的努力程度,也很可能无法鉴别承销商的行为是否对于自身是最优的,二者之间存在信息不对称。在上市公司将股票发行的定价交由投资银行决定时,承销商会在发行定价和股票配售过程中利用这种不对称的信息结构,牟取更多的利益。一方面,承销商为了降低承销成本和风险,会确定一个比较低的发行价格;另一方面,承销商通过 IPO 抑价,将一部分抑价发行的股票分配给自己的忠实客户,或者作为诱饵吸引其它潜在 IPO 发行人的高级管理人员,甚至影响政治家。

根据这一假说, IPO 抑价是由发行人与承销商之间的信息不对称造成的,而且抑价程度与信息不对称水平正相关。

Ritter (1984) 利用美国自然资源类公司上市后股票回报的风险来检验这一模型,结果发现新股价格的事前不确定性与抑价程度正相关,为这一假说提供了支持性证据。

然而,这一模型解释 IPO 抑价存在的最大争议是它不能解释承销商本身上市也存在 IPO 抑价的现象。Muscarella & Vetsuypens (1989) 考察了在 1970 至 1987 年间上市并自行承销新股的 38 家投资银行,结果发现,与上述假说预示的抑价不存在矛盾的是,这些投资银行的新股不仅存在抑价现象,而且其抑价程度与其他新股相比更为严重。

③基于发行人与投资者之间信息不对称的研究

这类研究假设发行人与投资者之间存在信息不对称,根据信息不对称的方向,可以分为发行人具有信息优势和投资者具有信息优势等两类。

在发行人相对于投资者而言拥有有关公司价值信息的情况下,会产生逆向选择问题,从而导致投资者退出一级市场。为了吸引投资者申购,发行人会向投资者传递有关公司价值的一些信号,使投资者能够了解公司。这种理论解释被称为“信号显示”(Signalling)假说。其中,发行人传递的信号可能是抑价本身、内部人持股比例、专业机构的声誉和中签率等

Welch (1989) 假设市场上存在两类公司:劣质公司和优质公司,外部投资者很难区分它们,但公司知道自己的类型和真实价值。优质公司可以将 IPO 抑价作为向外界传递自身类型的一种手段,因为抑价的损失可以在二级市场增发时通过高价格得到补偿,而且劣质公司模仿这一行为的成本很高。这一模型意味着 IPO 抑价程度的提高会导致更高的二次发行价。陈工孟、高宁 (2000),韩德宗、陈静 (2001) 提供了支持新股折价为后续发行作准备的实践证据并做出了解释。

Allen & Faulhaber (1989) 假设市场把抑价和高红利看作是传递公司投资价值高的信息的可靠信号,因为只有这样的优质公司才可能拥有必需的现金流。基于对市场的信任,优质公司愿意承担 IPO 抑价造成的损失,会将新股上市时承销价低估作为公司前景良好的信号传递给投资者,而劣质公司知道公司将来可能的表现和二级市场对公司的估价,承担不起抑价的信号成本。该模型意味着抑价程度越高的公司,可能支付越高的红利。

Grinblatt & Hwang (1989) 提出了双信号模型,假设公司未来现金流的均值和方差是反映公司内在价值的两个重要指标,然而市场并不知道这些信息。上市公司可以通过内部人员持股比例和 IPO 抑价向外界传递这些信息。一方面,内部人员持股比例会传递上市公司未来现金流量的信息;另一方面, IPO 抑价需要作为第二信号,传递有关未来现金流量的方差信息。这一模型预测公司的内在价值与 IPO 抑价程度正相关。

Koh 等人(1992)采用纵向事件分析法考察新加坡 1975-1988 年间新股上市后的异常收益,结果提供了 Grinblatt & Hwang(1989)模型的支持性证据。

然而,Michaely & Shaw(1994)根据美国 1984-1988 年间的数,对以上三个信号显示假说进行实证检验,没有得到任何支持性证据。

Chemmanur(1993)则假设发行人与外部投资者之间存在信息不对称,发行人知道公司的内部质量信息,但外部投资者并不清楚,绩优公司希望外部投资者能够收集有关公司的信息,但对外部投资者而言,信息收集需要付出较高成本。所以,发行人只好降低发行价格,使更多的外部投资者参与收集公司质量的信息,并将相关信息反映到上市后的二级市场股价上。因此, IPO 抑价是对外部投资者情报收集的适当补偿,绩优公司可以通过 IPO 的高抑价率来区别于绩差公司。

Carter & Manaster(1990)认为,投资价值较高或者风险较低的发行人会选择声誉好的承销商,利用承销商的声誉向市场传递公司价值的信号。而声誉好的承销商为了维护其声誉,也只愿意承销投资价值较高或者风险较低的公司的股票。为了使用承销商的信誉作为信号,发行人必须向承销商支付以抑价为形式的代价。

此外,还有一些研究涉及发行人的内部人士相对于外部投资者具有信息优势的情形。例如, Leland & Pyle(1977)认为,只有当经理层认为公司未来的现金收益会补偿现在的公司股票发行价格时,才会保留比较多的股份。Booth & Chua(1996)认为, IPO 抑价可以吸引内部人持股,从而给外部投资者传递公司质量高的信号。

另一方面,投资者可能在股票需求方面相对于发行人具有信息优势。Benveniste & Spindt(1989)基于这一类信息不对称提出了 IPO 抑价的账簿记录理论(亦称为“动态信息获取假说”)。他们认为,发行人和承销商有可能都不能确定新股的真实市场价值,需要通过从投资者那里获得信息建立账簿记录,从而了解市场对于发行人股票的潜在需求,确定发行的初步价格范围。通常承销商和发行人会进行“路演”,创造直接面对投资者的机会,承销商会借此机会记录潜在投资者的“兴趣暗示”,进行 IPO 需求的估算,设定合适的发行价格。但是,如果潜在投资者知道付出高价的意愿将会带来实际上较高价格的发行,这些投资者肯定会要求有所回报。为了让投资者真实显示购买意愿,承销商必须提供给投资者 IPO 抑价以作补偿。这一假说被 Benveniste & Wilhelm(1990)、Spatt & Srivastava(1991)以及 Hanley(1993)等人的实证研究所证实。

④基于监管者与发行人/承销商之间信息不对称的研究

Tinic(1988)、Hughes and Thakor(1992)基于监管者与发行人/承销商之间的信息不对称,针对美国股市 IPO 抑价现象进行理论研究,提出了 IPO 抑价的避免法律诉讼假说,认为发行人(或者承销商)通过 IPO 抑价,可以减少其法律责任。。在美国,严格的信息披露制度使得投资银行、会计师以及发行人等面临着相当大的诉讼风险,投资者可能以首次公开发行的招股说明书所述不实或故意隐瞒某些公司的真实信息而向法院提起诉讼。监管者与发行人和承销商之间存在信息不对称,发行人和承销商不知道 IPO 出现问题需要承担多大的法律责任,为了在股票发行中免遭投资者起诉,他们会通过抑价发行的方式来实现这一目的,因为只有那些在首次公开发行股票的投资中遭受损失的投资者才会提起诉讼。

Tinic(1988)对美国 1933 年证券法颁布前后首次公开发行股票的低定价变化情况进行比较,其结果支持上述假设。

但是,Drake and Vet suypens(1993)发现,被起诉的 IPO 案例中,往往是因为抑价过高,低抑价的 IPO 遭诉讼的反而较少,即 IPO 抑价并不会保护 IPO 免于被起诉。避免法律诉讼假说不能完全解释 IPO 抑价的另一个证据是,在美国以外的其他国家,即使没有遭讼之虞,仍然具有类似的 IPO 抑价水平(Keloharju 等,1993)。

(2) 基于行为金融学等方法的研究

①信息瀑布假说

Welch (1992) 从投资者心理的角度来考察 IPO 抑价问题, 提出了随潮流(bandwagon)假说。他指出, IPO 市场上存在着“随潮流效应”, 投资者普遍具有很强的从众心理, 在做投资决策时往往会观察别的投资者的行为, 并跟从做出相似的行为的决策。当 IPO 定价过高时, 一旦出现投资者认购股票热情不高时, 市场其他有意购买的投资者也会改变自己的行为, 从而会导致公司上市失败。为了避免这种情况发生, 发行者会通过低的价格来吸引第一批投资者, 诱发其他投资者跟进。该假说从投资者心理来解释 IPO 抑价现象, 有一定的参考意义, 更接近现实情况。但没有从投资者的心理角度来揭示投资者的决策机制, 所以该理论的解释力受到影响。Amihud、Hauser & Kirsh(2003)选取以色列特拉维夫(Tel Aviv)股票市场 1989 年 11 月至 1993 年 11 月间的 284 只 IPO 为样本, 研究发现, IPO 的超额申购率要么特别高, 要么申购不足, 而很少出现中间状况, 这种分布为瀑布效应假说提供了实证支持。

②股权结构假说

Booth 和 Chua (1996) 提出了股份分散假说, 认为新股上市后需要保持一定的流动性, 才会有助于其价格发现, 这就需要通过大量投资者交易该股票。为此, 发行人有意压低新股发行价格, 造成对新股的超额需求, 从而使公司拥有大量的小股东, 大大增加公司股权的流动性。与此同时, 这也使得自己能够持有足够的所有权份额, 减低公司外部对公司管理层所造成的压力, 防止公司控制权旁落, 从而保持对该公司的控制。

Brennan & Franks(1997) 提出了“减少监督权假设”(The reduced monitoring hypothesis), 认为发行抑价是为了保证发行公司的股票被超额申购。在超额申购的情况下, 公司的管理者能够灵活决定股票在不同投资者之间的分配, 从而减少产生外部大股东的可能性, 使现有管理层能维持其控制权。

与以上相反的是, Mello & Parsons(1998)认为, 发行抑价与公司的最优股权结构相关。一方面, 在 IPO 过程中, 发行公司要通过抑价形式的价格折扣, 吸引具有潜在控制权的外部大股东加入, 以对公司管理者进行有效监督, 提升公司价值。另一方面, 由于具有潜在控制权的大股东能够攫取控制权私有收益, 因而, 在出售具有控制权的股份时, 发行公司应该抬高这一部分股票的价格, 这会减少抑价水平。因此, 对具有潜在控制权的外部大股东是否实行价格折扣, 取决于与该大额股份相关的公众利益和私有收益的相对重要性。

③运用前景理论作出的解释

Loughran & Ritter(2002)运用前景理论(Prospect theory, Kahneman & Tversky, 1979)来解释 IPO 抑价现象。其基本思想是, 发行公司管理者会权衡发行抑价的损失和上市后价格上升带来的财富增加, 这种相对的财富增加会直接影响发行公司管理者控制抑价的动机。在一般情况下, 新股上市后的价格上涨带来的财富增加会超过发行抑价的损失。财富净增加越多, 管理者能接受的抑价程度越高。

Krigman, Shaw & Womack(2001)的研究表明, 发行公司并不将发行抑价的损失视为在再融资过程中选择承销商所考虑的重要因素, 大多数公司在再融资过程中都保留了 IPO 过程的承销商, 因此, 发行以后的潜在财富增加才是其关注的重点。这为基于前景理论作出的解释提供了间接支持证据。

(3) 基于博弈分析方法的理论研究

Allen、Failhaber & Welch 等人提出了 IPO 抑价的分离均衡模型。这一模型假设, IPO 市场上存在两种发行人, 即高质量的发行人和低质量的发行人。低质量的公司觉得抑价发行的成本太大、风险太高, 因此愿意以真实价格出售, 不愿低估其承销价格。高质量的公司愿意抑价发行。因此产生分离均衡。投资者以发行价格辨别公司质量, 从而进行投资决策。

Jegadeesh, Weinstein, Welch 等人提出了 IPO 抑价的混同均衡模型。劣质公司可以利用信息不对称, 模仿优质公司新股发行定价“包装”上市, 从而可能产生混同均衡。

此外,陈工孟、高宁(2000)认为我国A股的高抑价是投资者和发行人博弈的结果。

张宗新等(2001)分析了政府与上市公司、投资者与上市公司之间的博弈。

平新乔等(2003)分析了上市公司与中介机构的博弈,朱南等(2004)分析了上市公司、中介机构、投资者与政府之间的博弈。

王波、毛东(2005)分析了发行人与机构投资者之间的博弈。

曾昭志(2006)分析了发行人与承销商之间的博弈。

三、基于二级市场溢价视角的理论研究

这一类研究通常假设IPO发行价格的定位是准确的,但是,一些违背经典假设的因素使得股票价格偏离了其内在价值,产生二级市场溢价。根据这些因素的不同,这一类解释可以分为以下几种:

(1) 基于意见分歧和卖空限制作出的解释

Miller(1977)指出,在现实的资本市场中,“同质预期”和“无卖空限制”等经典假设可能不成立。卖空限制使得悲观的投资者无法通过卖空操作表达其看跌的意愿,因此股票价格由乐观投资者决定,超过股票的内在价值,意见分歧程度越大,股票价格越高,与内在价值的偏离程度越大。

Miller(2000)认为,IPO市场是一个存在严格卖空限制的市场,首先,在上市之初,IPO的供应量被限制,上市首日可供借入的新股量相当有限;其次,承销商会用绿鞋配售等方式来稳定市场价格;再次,承销商对大的机构投资者有长达六个月的锁定期,这在一定程度上阻止了机构投资者卖空。于是,IPO上市首日的交易价格由乐观投资者决定,偏离了内在价值,产生二级市场溢价。

Houge, Loughran, Suchanek & Yan(2001)以美国市场1993年至1996年间的2026个IPO为样本,以抛售比率、开盘价差和首笔交易开始的时间衡量投资者之间的意见分歧程度,对该理论进行实证检验。结果发现,投资者之间的意见分歧程度越大,IPO首日超额收益越高,而长期收益则越低。

(2) 投机泡沫假说(Speculative bubble hypothesis)

Miller(1977)认为,IPO过高的超额报酬率是投机者投机欲望造成的。IPO发行价实际上真实地反映了股票的内在价值。然而,由于IPO是在一级市场发行,并没有很多的替代品,所以IPO往往供不应求。许多投资者不能以IPO发行价购得所需的股票,从而产生了在二级市场投机的欲望。这导致IPO上市首日交易价会高于初始发行价,并产生IPO首日超常收益率。但Ritter(1984)、Lee等人(1996)的研究表明,该假说尚未获得有力的实证证据的支持。

Tinic(1980)、Ritter(1984)等人认为,市场是无效的且存在着噪声交易,那么新股的交易价格将和其内在价值相偏离。在新股上市交易时,由于投资者对新股前景的过度乐观和追捧,市场对其价格定位会发生错误估计。换言之,可能新股发行时其定价并没有偏低,而是市场上投资者的错误估计使得投资者情愿以大大高于发行价的价格购入新股,新股发行市场中存在着过度反应现象,对IPO最乐观的投资者将成为IPO新股的购买者,从而导致新股出现超额收益,即新股发行抑价现象。不过这种价格偏高只是暂时现象,随着投资者对新股价值预期的修正,市场将有效地给新股定价,新股的价格将会回落到其真实水平,即经历了一段时间的攀高之后,新股的价格将会下跌,投机泡沫将会破裂。因此这一假说又被称为“投机泡沫假说”(Speculative Bubble Hypothesis)。

(3) 基于投资者情绪(Investor sentiment)作出的解释

卖空限制的存在(Miller, 1977)以及套利活动的有限有效性,使得包括情绪在内的投资者行为偏差能对资产价格产生重要影响。

Ljungqvist, Nanda & Sing(2003), Rajan & Servaes(2003)和 Derrie(2005)认为,一部分投资者对 IPO 公司的前景尤其乐观,非理性的乐观投资者使 IPO 上市首日的收盘价格偏离其内在价值,产生了 IPO 首日超额收益。

Dorn(2003)对德国预发行市场的研究表明,散户投资者确实过于乐观,他们在预发行市场的交易价格比发行价格高出 100%,比正式官方交易开始时的开盘价高出 10%。这说明,个人投资者的情绪会推动股票价格在短期内超过它们的内在价值。

Cornelli and Goldreich(2004)发现,预发行市场是观测投资者情绪的一个窗口,投资者在预发行市场的情绪表现会直接影响承销商的定价策略。

Oehler, Rummer & Smith(2004)也表明,首日超额收益率主要是由投资者情绪和需求状况引起的,特别是在网络泡沫期间。

此外,与此相关的是 Shiller(1990)提出的乐队经理假说(又称“主办人假说”)。该假说认为, IPO 市场就像一种流行时潮,投资银行为了鼓动对 IPO 的过度需求,把每次发行都作为一个“事件”来过度包装,导致对新股的过度需求。

(4) 基于正向反馈交易作出的解释

De Long, Shleifer, Summers and Waldmann(1990)认为, IPO 市场中的投资者就是典型的正向反馈交易者(positive feedback trader),他们观察到上市首日交易价格的上涨,会在随后积极加入市场,而理性投机者预期到这一情况,就会在上市首日加大对新股的需求量,使上市首日交易价格进一步偏离其内在价值。

参考文献:

- [1] 陈工孟,高宁.中国股票市场长期投资回报的实证研究[J].经济科学,2000,(1):29-41.
- [2] 黄新建,张宗益.影响我国新股超额收益率的实证研究[J].重庆大学学报,2002,8(2):31-33.
- [3] 蒋顺才,胡国柳,邓鑫.中国 A 股 IPO 抑价率很高的一个新证据[J].湖南大学学报(社会科学版),2006,20(5):60-65.
- [4] 朱南,卓贤.对我国股票首次公开发行抑价的实证分析[J].财经科学,2004,(2):32-36
- [5] 周革平,梁洪响.发行市盈率放开后的 A 股市场初始回报研究[J].金融研究,2001,(2):94-100.
- [6] 周孝华,杜俊涛,杨秀苔. IPOs 抑价与中签率:一个信号传递博弈模型[J].重庆大学学报(自然科学版),2005,(1):102-104.
- [7] 赵铁成,韩夷.新股抑价理论综述及在我国的适用性[J].财经科学,2006,(6):110-111.
- [8] 张处.新股首次公开发行的抑价现象:一种合作博弈的理论方法(英文)[J].复旦学报(自然科学版),2003,(5):643-654.
- [9] 曾庆生,陈信元.法人配售与 IPO 折价:基于代理理论的实证检验[J].证券市场导报,2004,(7):23-28.
- [1] 杨月,王莉.中国新股发行抑价:一个假说的检验[J].复旦大学学报,2001,(5):85-90.
- [11] 熊虎,孟卫东,周孝华.中小板 IPO 抑价和所有权保留关系的实证研究[J].统计与决策,2008,(3):150-152.
- [22] Aggarwal R, and Conway P. Price discovery in initial public offerings and the role of the lead underwriter[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 2093-2922.
- [13] Allen, F., and G. Faulhaber. Signaling by underpricing in the IPO market[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23(1): 303-323.

- [14] Amihud, Y., S. Hauser and A. Kirsh. Allocations, adverse selection and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv stock exchange[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(1): 137-158.
- [15] Baron, D.P. The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem[J]. Journal of Finance, 1980, 35(5): 1115-1138.
- [16] Baron, David P. and B. Holmstrom. The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem[J]. Journal of Finance, 1980, 35:1115 — 1138
- [17] Baron, David P.. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues[J]. Journal of Finance, 1982, 37: 955-976.

IPO Underpricing: a Survey of Theory and Evidence

Fan Hanxi

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: According to such study, the underpricing of new issues is pervasive on stock markets around the world, and, as a whole, the problem of underpricing on the stock markets of developing countries is more severe than on the stock markets of developed ones. The paper analyzes the diverse theoretic explanations to the underpricing of new issues at home and abroad. Then analysis the IPO price problem in China comprehensively.

Key Words: Underpricing of IPO Issues; Information asymmetry; Behavioral finance; The secondary market

收稿日期: 2011—10—20

作者简介: 范汉熙, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 资本市场