

基于中国股市数据的 IPO 抑价实证研究

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。本文基于中国股市数据的 IPO 抑价实证研究, 对我国 IPO 抑价问题进行分析, 并根据实证研究结果给出相应的政策建议。

关键词: 股票市场; IPO 抑价; 定向融资; 股票融资

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。大量资金滞留在一级市场申购新股追逐无风险收益, 从而形成一、二级市场资金分配异常、二级市场资金萎缩的局面, 造成股票市场难以发挥资源最优配置的功能。市场投机气氛浓厚, 广大投资者只关心中签与否而较少关注上市公司的质量和股票的真实投资价值, 股票发行价格不能体现公司价值及其发展战略。中介机构之间的竞争机制被扭曲, 市场发展变成了单纯的规模扩张。所幸的是, 近几年来, 我国证券市场管理层对股票市场尤其是一级市场进行了大力的改革和创新, 股权分置改革顺利推进, 股票发行围绕着发行方式、定价方式等方面不断推陈出新, 向市场化的改革目标一步步迈进。

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。

本文在借鉴吸收国内外现有研究成果的基础上, 利用比较规范的经济金融学分析方法, 包括期望效用函数分析法、博弈分析法和数学推理分析方法, 利用中国股市的数据进行实证研究和检验。基于我国资本市场创立以来的股票发行数据的总体分析表明, 我国股票市场存在较为严重的 IPO 抑价现象。而按照资金获取难易程度和监管者关注程度的差异进行的检验结果为本文理论分析结果提供了支持性证据。

一、研究背景与意义

我国实行改革开放政策的 30 年, 不仅创造了举世瞩目的经济建设成就, 而且见证了证券行业和资本市场的飞跃发展。1987 年 9 月, 中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立。1990 年 12 月, 上海证券交易所和深圳证券交易所先后营业。2007 年, 首次公开发行股票融资 4595.79 亿元, 位列全球第一; 日均交易量 1903 亿, 使我国成为全球最为活跃的证券市场之一。

随着证券市场特别是股票市场的迅速发展, 发行股票并上市流通成为越来越多的公司的首选融资方式。由于在首次公开发行 (Initial Public Offering, 一般简称为 IPO) 之前, 股份公司的股份在市面上流通的很少甚至完全没有, 这种低流动性使得对应的价格 (如果存在的话) 不具有代表性, 不能作为首次公开发行的参考价格, 因此, 在证券市场上, IPO 定

价是 IPO 的核心环节，新股定价是否合理、新股发行是否顺利，会在很大程度上影响发行公司的后续筹资能力和股票在二级市场上的表现，直接影响到股票市场的资源配置。

上个世纪 60 年代，西方学者就发现，证券市场上存在一种 IPO 价格被低估的异常现象 (Underpricing)，或称为 IPO 折价发行。其具体表现在：多数新股价格在上市之初第一个交易日便会有一个巨大的涨幅，远远超过首次公开发行价格，由此产生远高于市场或行业平均回报的超额收益。

在我国股票市场十几年的发展历程中，广大股民逐步认识到，成功申购新股可获得巨额收益的事实，这一现象被称为“新股神话”、“新股的虚假繁荣”。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。首先，新股在发行、交易市场的巨大价格差异使得大量资金滞留在一级市场申购新股追逐无风险收益，从而形成一、二级市场资金分配异常、二级市场资金萎缩的局面，造成股票市场难以发挥资源最优配置的功能。其次，众多投资者把资金投向一级市场申购新股，使获得上市批准的企业没有股票发行失败的顾虑，给部分企业创造了“财务包装”的空间，股票发行价格不能体现公司价值及其发展战略，从长远来看不利于提高我国上市公司的整体素质。再次，发行新股几乎不存在风险，使得中介机构之间的竞争机制被扭曲，市场发展变成了单纯的规模扩张，不利于我国股票市场的健康发展。最后，过高的新股抑价使得广大投资者只关心中签与否而较少关注上市公司的质量和股票的真实投资价值，不利于培养投资者理性的投资观念，反而助长市场的投机气氛。

有鉴于此，本文聚焦于 IPO 抑价问题，力求通过实证研究和理论分析，利用比较规范的经济金融学分析方法，从包括发行者与承销商在内的发行方的视角，对 IPO 抑价现象作出新的理论解释，以帮助我们更好的认识证券市场的特点及其运行规律，给投资者和决策者提供一些有益的启示，促进我国新股发行与定价机制的改革，使我国股票市场的定价与资源配置功能得到合理而充分的发挥。

二、中国股市 IPO 抑价水平的总体分析

根据 Wind 财经资讯系统的数据，自 1990 年 12 月 19 日上海证券交易所成立以来，截止 2010 年 12 月 31 日，我国沪深股市共首次公开发行并上市的 A、B 股共有 2224 只（相关数据如附录 A）。在剔除 95 只缺少发行价数据、1 只缺少上市首日交易数据的股票以及 58 只深市 B 股和 56 只沪市 B 股之后，共得到 2015 只有效股票样本，其中沪市 A 股 871 只，深市主板 A 股 460 只，中小板股票 531 只，创业板股票 531 只。

样本股票的抑价率散点图如图 1 所示。从图中可以看出，除少数股票抑价率超出 600% 或者低于 0 以外，我国股市大多数股票的 IPO 抑价率位于 0 至 600% 之间。其中，IPO 抑价率在 600% 以上的股票大都出现在我国股市发展初期（1990 至 1995 年间）。

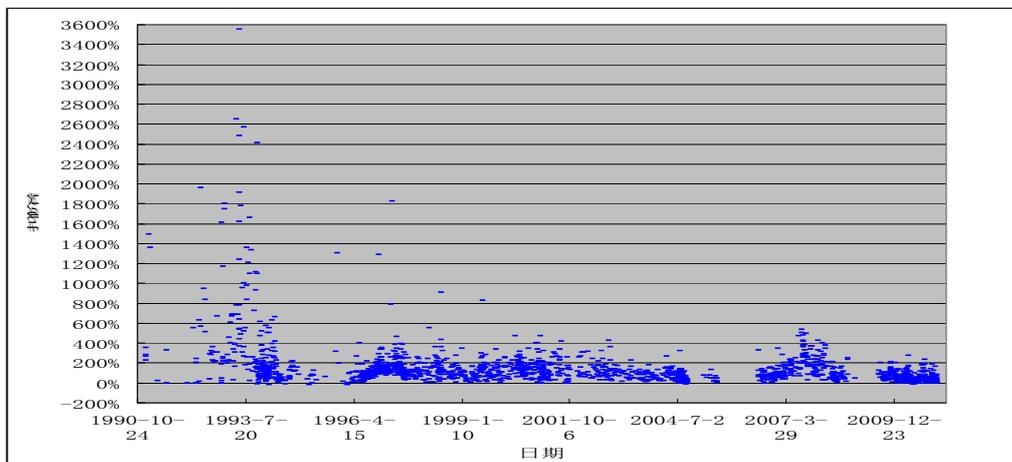


图1 沪深股市首次公开抑价率（1990-2010）

为了更清楚地观察我国股市 IPO 抑价率的发展变动趋势，将图 7-1 的维度缩小，以放大局部图像，可得 2。

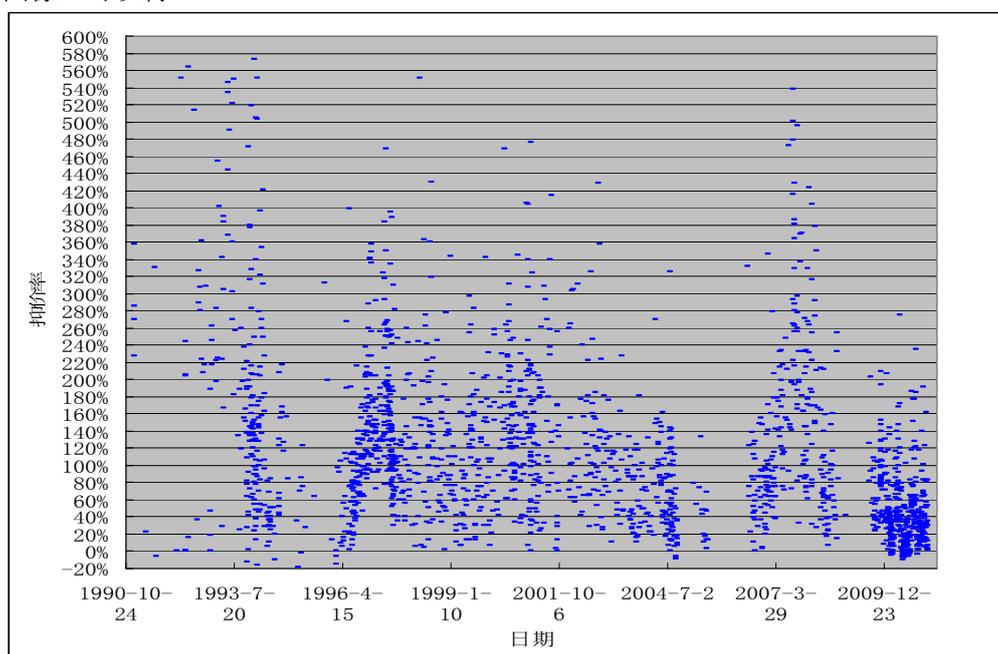


图2 剔除少数极端值之后沪深股市首次公开抑价率（1990-2010）

从图 2 可以看出，从任一时间来看，我国股票 IPO 抑价率的水平分布并未呈现出较强的集中趋势，相对比较均匀。而从纵向来看，我国股票 IPO 抑价率的时间分布也未表现出集中趋势，只是在某些时间段呈现出集聚（Clustering）倾向。

实际上，通过统计分析可以发现，我国股市在 1990 至 2010 年间的整体平均 IPO 抑价率为 142.66%，远远高于发达国家股市近几年来 IPO 抑价率平均水平。

三、监管者关注度对 IPO 抑价影响的实证分析

有关承销商 IPO 定价行为的分析表明，声誉损失对承销商的 IPO 定价的高低以及抑价水平的高低具有重要影响，这些声誉损失既包括来自潜在客户的佣金收入损失，也包括监管者在发行失败的情况下予以惩罚造成的损失，但有关监管者对 IPO 定价过程的影响的分析表明，监管者与承销商之间的博弈在一定条件下会形成均衡，只要监管者不放弃一旦发行失败即永久延长该承销商的发行周期的策略，那么承销商会总是按低定价发行从而形成一定水平的抑价。上述分析暗示着，在监管者保持上述策略不变的前提下，来自内部和外部的压力导致监管者加强对风险管理的重视，并不会对承销商行为产生影响。以下将利用相关数据对以上推论进行检验，并藉以检验本文的研究成果。

监管关注度是一个相当宽泛而不易量化的概念，对监管关注度对 IPO 抑价率的影响进行定量分析，需要找到一个有效的代理变量。一般而言，在股票市场或者其分支市场创立初期，监管者会更加密切地关注市场运行状况，确保其长期发展有一个较好的开端。因此，股票市场或者其分支市场创立的时间段可以视为监管关注度的一个可行的代理指标。

对监管者关注度对 IPO 抑价率的影响进行实证分析，可以采用均值比较和回归分析等两种方法，本节将利用均值比较的方法进行研究，而将相应的回归分析留待下一节与对资金获取难易程度对 IPO 抑价影响的分析一起进行。

以下将设置一个虚拟变量 openboard 来代表是否股票股市及其分支市场创立阶段。从 1990 年创立以来至 2010 年末，我国资本市场发展经历了三次重要的市场创设过程，其中包括沪深主板创设、中小板创设和创业板创设，因此以下将我国资本市场的整个历程按照上述标志性事件划分为以下六段：从 1990 年至 1992 年 12 月 31 日（历时约两年），为沪深主板创立阶段；从 2004 年 5 月 27 日至 2005 年 5 月 31 日（历时约一年），为中小板创立阶段；

从2009年10月23日至2010年10月31日（历时约一年），为创业板创立阶段；其余三个时段为正常时段。虚拟变量openboard对上述三个创立时段赋值为1，对其余三个时段赋值为0。以下将使用前一节介绍的有效股票样本作为样本，其中位于上述三个创立阶段的股票样本有472个，属于其它时段的股票样本有1543个。

应用SPSS 17.0统计分析系统，以openboard虚拟变量为分组变量，对我国股市1990年至2010年末的IPO抑价率进行均值比较分析，亦即独立样本t检验，其结果如下：

表1 我国股市IPO抑价率的均值比较结果

独立样本检验									
	方差方程		均值方程的 t 检验					差分的 95% 置信区间	
	的 Levene 检验		t	df	Sig. 双侧	均值差值	标准误差值	下限	上限
	F	Sig.							
假设方差相等	2.490	.115	-5.697	2013	.000	-67.254140%	11.804827%	-90.405095%	-44.103185%
假设方差不相等			-5.922	831.515	.000	-67.254140%	11.356929%	-89.545758%	-44.962522%

从表1可以看出，方差方程的Levene检验的F统计量取值为2.49，其相伴概率为0.115，这说明，即使是在10%的显著性水平上，也没有理由拒绝接受方差相等的原假设。在方差相等的假设前提下，对均值方程进行的t检验的t值为-5.697，其相伴概率为0.000<1%，这说明，即使是在1%的显著性水平下，亦没有理由接受位于市场创立阶段的IPO抑价率与其他时段的IPO抑价率均值相等的原假设。对应的均值差值为-67.25%，其95%置信区间为（-90.41%， -44.10%）。这表明，市场创立阶段的IPO抑价率不仅不高于其他时段的IPO抑价率，反而要在很大程度上低于后者，这一结论从监管关注度的角度为本文的理论分析结果提供了一定的支持性证据。

四、资金获取难易程度对IPO抑价影响的实证分析

有关发行人的IPO定价行为的分析表明，发行人通过IPO所能够获取的非账面发行收益对于发行人的IPO定价行为具有重要影响，发行人通过IPO可以获得非账面收益越高，发行人越有积极性按照较低的价格进行IPO股票的定价，以确保股票发行取得成功，反之，发行人就越有可能通过较高的发行定价获取更多的发行收入，尽管这么做可能导致发行失败。

发行人通过公开发行股票获取的非账面收益的一个典型形式是，取得必要资金以支持其扩张，以获取规模收益和竞争优势。当然，除了股市融资之外，发行人还可以通过向商业银行借款、向商业伙伴融资、经由风险投资基金和私募基金等渠道进行股权融资等方式（以下总称为“定向融资”），来获取所需的资金。当然，发行人在公开发行股票和定向融资这两种融资方式之间的取舍，取决于二者之间风险收益的权衡。一般来说，通过其他渠道融资越困难，发行人越有激励通过较低定价降低发行风险，以确保发行成功。以下将通过回归分析检验资金获取难易程度对IPO抑价的影响，以验证本文的理论分析结果。

资金获取难易程度可以从宏观经济形势、货币与财政政策、行业发展前景、国家与地区发展战略等方面来考察。其中，货币政策对发行人的资金获取难易程度的影响最为直接，宽松的货币政策能够为经济体注入更多的流动性，使得发行人更容易通过多种渠道获取资金；

而紧缩的货币政策则对发行人的资金获取产生负面影响。为了便于定量分析，以下将以存款准备金率作为资金获取难易程度的代理变量进行研究。

当然，资金获取难易程度也与发行人募集资金的规模有一定关系，一般来说，募集的资金规模越大，发行人从其它融资渠道获取这些资金的难度就越大。此外，根据第五章的分析，承销佣金费率对承销商的IPO定价行为也有一定影响。

自改革开放以来，我国金融存款准备金率经历了几十轮调整（其具体情况如附录B）。由于我国货币政策经历了一个从摸索经验到逐步完善的过程，并且在我国股市发展早期，存款准备金率甚至接近十年保持不变。为了充分利用相关数据的变动信息，以下将从我国存款准备金率开始进行常规调控之日（即2003年9月21日）至2010年12月31日作为样本期，以我国股市IPO抑价率（以下记为return0）作为被解释变量，以是否属于市场创设阶段（如前一节，记为openboard）、发行人资金获取难易程度或者说存款准备金率（以下记为reserve）、经过去量纲化的募集资金规模（以下记为fund）和承销佣金费率（以下记为cost）作为解释变量，进行回归分析。

上述回归分析的结果如表2。从该表可以看出，上述回归方程的F统计量取值为51.41，其相伴概率为0，这说明上述回归方程的整体显著性相当高，从总体上可以接受， R^2 指标和修正的 R^2 指标均略高于0.7，这说明回归方程的拟合优度不太高，但尚可接受。

表2 资金获取难易程度等因素对IPO抑价率影响的回归分析结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.201252	1.665579	3.122788	0.0019
OPENBOARD	-0.010357	4.25E-05	-2.422662	0.0156
RESERVE	0.024547	0.002136	-6.809962	0.0000
FUND	0.159731	0.664259	-3.177801	0.0315
COST	0.421079	1.709032	8.122089	0.1419
R-squared	0.710352	Mean dependent var		0.821400
Adjusted R-squared	0.708204	S. D. dependent var		0.831455
S. E. of regression	0.785914	Akaike info criterion		2.358802
Sum squared resid	501.0901	Schwarz criterion		2.424845
Log likelihood	-77.8053	F-statistic		51.41442
Durbin-Watson stat	0.189089	Prob(F-statistic)		0.000000

Openboard变量的回归系数为-0.01, 其t统计量取值为-2.42, 相伴概率为0.0156<3%, 因此在3%的显著性水平下, 可以拒绝该系数为0的原假设, 亦即可以认为, 代表监督者关注度的“是否市场创设阶段”特征对我国股票市场的IPO抑价率具有显著的负面影响, 这一结果与前一节进行的均值比较分析结果是一致的。

Reserve变量的回归系数为0.02, 其对应的t统计量取值为-6.81, 相伴概率为0<1%, 因此, 即使是在1%的显著性水平下, 也没有理由接受该系数为0的原假设, 亦即可以认为, 代表发行人获取资金难易程度的存款准备金率对我国股票市场的IPO抑价率具有显著的正面影响。由于存款准备金率越高, 商业银行的信贷能力越小, 整个社会的融资能力亦会相应削弱, 从而发行人更加难以通过除公开发行股票以外的其他渠道获取发展壮大所必需的资金, 所以上述结果为本文对发行人IPO定价行为的理论研究结论提供了支持性的证据。

Fund与cost变量亦有助于解释IPO抑价现象, 但其显著性并不是很高。

五、研究结论

本文在借鉴吸收国内外现有研究成果的基础上, 利用比较规范的经济金融学分析方法, 分析在存在市场需求不确定性和发行风险的条件下发行人、承销商和监管者在IPO定价过程中的行为和作用。

对发行人、承销商和监管者在IPO定价过程中的行为和影响的分析表明, 由于发行风险的存在, 在一定条件下, 发行人、承销商和监管者均存在低定价或者促成低定价的激励, 因此, 无论发行定价权力在发行人、承销商和监管者之间的配置如何, 股票发行价格都会按照较不理想的市场需求状态下的出清价格选取, 从而在其他市场需求状态出现时产生一定程度的抑价。

本文利用中国股市的数据进行实证研究和检验。基于我国资本市场创立以来的股票发行数据的总体分析表明, 我国股票市场存在较为严重的IPO抑价现象。而按照资金获取难易程度和监管者关注程度的差异进行的检验结果表明, 在一定条件下, 监管者与承销商以及代表市场需求不确定性的自然之间的博弈会达到一个纳什均衡: 监管者一开始选择按照正常步调安排股票发行, 并且在出现发行失败(其特征为承销商按照高需求状态下的市场出清价格定价而实际上出现的是低需求状态)之后, 一直按照放慢的步调安排股票发行; 承销商在正常步调下按照低需求状态下的市场出清价格定价, 在慢速发行节奏下按照高需求状态下的市场出清价格定价。承销商的上述低定价策略意味着, 在高市场需求状态出现时, 会出现一定程度的抑价。

六、政策建议

根据以上研究成果, 为了提高资源配置效率, 减少中国IPO抑价程度, 本文提出如下政策建议:

(1) 倡导理性投资, 培育包括机构投资者在内的长期理性投资者

本文发现, 市场需求的不确定性是发行风险以及发行人和承销商规避发行风险的抑价行为产生的根源。而这种不确定性除了来自现代市场经济和金融体系内在的不确定性之外, 还与投资者的投资取向有关。在投资者不理性的情况下, 投资者的从众行为导致一级市场或者二级市场有时候过热, 有时候则过冷, 尽管发行人和承销商能够通过发行时机的选择规避大多数风险, 但并不能完全排除出现市场需求过低的可能性, 由此造成抑价的产生。我国股票市场投资者的不理性从中国IPO高抑价现象、二级市场的“追涨杀跌”风气、对热门股票的追捧与投机行为、普遍的从众现象等方面得到明显表现。

为了降低市场抑价水平, 充分发挥资本市场的资源配置功能, 我国应当采取种种措施倡导理性投资。

一方面, 应当通过加强投资者教育, 培育全社会的理性投资理念和风气。为此, 可以通过新闻媒体、公众网站、专业网站、热点论坛乃至券商渠道, 推动理性投资教育, 亦可以通过树立适当的理性投资典型, 塑造可供广大散户投资者追寻的理性投资模式, 逐渐潜移默化、循序渐进地灌输理性投资理念, 营造良好的理性投资氛围。

另一方面,应当大力发展包括公募基金、私募基金在内的基金行业,增加机构投资者的数量与实力。在股票市场发行和交易过程中,专业研究与判断是参与市场的重要条件,由于成本与时间关系,散户投资者一般不具备专业化的研究能力,因而不具备作出成熟理性投资决策的能力。而机构投资者大多以证券业务作为主要的市场活动,经常参与新股发行和股票二级市场的买卖,对不同公司的投资价值判断相对准确。长期以来,散户在中国证券市场占主导,与以机构投资者为主的英美等发达国家相比,中国机构投资者无论在数量、质量上均不可同日而语。尽管近年来中国在培育机构投资者方面已经作出不少努力,先后推出证券投资基金、允许保险基金间接入市、引入战略投资者等措施,但是中国的机构投资者持股市值占总市值的比例还非常低。因此,中国还应加大对机构投资的培育和规范力度,应在加大各类机构入市的比例方面进行创新,使市场参与者逐步过渡到以机构投资者为主的格局。

(2) 优化企业融资渠道,发展多元化的融资方式

在企业融资渠道狭窄单一的情况下,发行人很可能只有通过成功发行股票,才能获取满足投资需求所必需的庞大资金,由此会导致发行人为了确保发行成功而有意识控制发行价格,从而形成较高的抑价。因此,解决我国股票市场的高抑价问题,一个当务之急是优化企业融资渠道,大力发展多元化的企业融资方式。

一方面,应当通过金融资源的合理配置,优化企业传统融资渠道。尽管最近几年,我国银行业通过商业化、股份制改造和上市融资,完善了治理结构,充实了资本实力,扩大了整体规模。但是同时出现了较多的金融资源集聚于少数地区和少数大企业的局面。我国应当通过对金融布局的合理规划,进一步推动国有银行和股份制银行的治理机构改革,促进企业传统融资渠道的优化。

另一方面,应当大力发展多元化的企业融资方式。应当通过金融组织、业务、流程等方面的创新,发展新的融资方式,推动风险投资、直接投资、担保、租赁、信托等行业的长足发展,同时放宽对保险、基金、信托等行业的投资限制,使企业真正面向一个多元化、高能量的融资体系,减少企业对银行信贷和股票融资等方式的依赖。

(3) 加强证券行业的制度建设

本文的研究表明,承销商因发行失败可能承受的声誉损失和监管者前后一致的行为模式对承销商的 IPO 定价行为和抑价水平具有重要影响,这意味着,通过影响承销商收益间接影响承销商行为,与直接干预承销商行为要更为有效。

我国应当通过股票市场和证券行业的制度建设,强化对承销商行为的事前规范,加强证券公司合规管理,促使我国资本市场向正常化运作、常态化运行发展,稳定承销商的未来前景预期,推动承销商加大对研究与开发的投入,减少承销商对市场需求的认识中的模糊性,提高承销商对发行风险的识别、计量和控制能力,进而有效地降低我国股票市场 IPO 抑价水平。

参考文献:

- [1] 黄新建. 影响上市公司首次公开发行股票抑价的实证分析[J]. 财经理论与实践, 2002, (4): 34-36.
- [2] 黄鑫, 沈艺峰. 承销商托市与新股折价[J]. 证券市场导报, 2002, (11): 62-67.
- [3] 黄震. 证券市场中信息不对称问题研究[J]. 山东社会科学, 2002, (5): 28-30.
- [4] 贾春新, 刘力. 首次公开发行: 从理论到实证[J]. 管理世界, 2006, (7).
- [5] 江洪波. 基于非有效市场的 A 股 IPO 价格行为分析. 金融研究, 2007, (8).
- [6] 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.
- [7] 蒋顺才, 胡国柳, 胡琦. 主承销商声誉与 IPO 抑价率——基于中国 A 股市场的证据[J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2006, (2): 259-264.
- [8] 蒋顺才, 蒋永明, 胡琦. 不同发行制度下中国新股首日收益率研究[J]. 管理世界, 2006, (7): 132-138.
- [9] 蒋顺才, 蒋永明. 我国新股发行制度变迁与 IPO 高抑价的实证研究[J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2005, 13(18): 63-66.

- [10] 蒋永明, 蒋顺才. 西方 IPO 抑价理论及对中国 IPO 研究的启示[J]. 财经理论与实践, 2006, 27(3): 49-54.
- [11] 靳云汇, 杨文. 新股抑价现象的实证分析[J]. 统计研究, 2003, (3): 49-53.
- [12] 孔爱国, 李哲. IPO 定价的信号模型: 信息披露机制有效性检验(1992-2002)[J]. 复旦学报(自然科学版), 2003, (5): 787-793.
- [13] 孔玉生, 王忠杰. 新股上市首日定价预测模型研究[J]. 中国管理科学, 2003, 11(1): 6-9.
- [14] 寇祥河, 潘岚, 丁春乐. 风险投资在中小企业 IPO 中的功效研究[J]. 证券市场导报, 2009, (5): 19-25.
- [15] 李常青, 林文荣. 会计师事务所声誉与 IPO 折价关系的实证研究[J]. 厦门大学学报, 2004, 43(5): 78-85.
- [1] Habib, Michel, and Alexander Ljungqvist. Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14:433-458.
- [2] Hansen, Robert S.. Do investment banks compete in IPOs? the advent of the “7% Plus contract” [J]. Journal of Financial Economics[J], 2001, 59:313-346.
- [3] Hughes, Patricia J., and Anjan V. Thakor. Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings[J]. Review of Financial Studies, 1992, (5): 709-742.
- [4] Ibbotson, Roger G. Price Performance of Common Stock New Issues[J]. Journal of Financial Economics, 1975, 2(1):235-272.
- [5] Ljungqvist, A.. IPO Underpricing[R]. working paper, Tuck School of Business at Dartmouth.
- [6] Ljungqvist A., V. Nanda, and R. Singh. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing[J]. Jour

Positive research on IPO Underpricing based on the data of the Chinese stock market

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 via the positive research on IPO Underpricing based on the data of the Chinese stock market. Then analysis the IPO price problem in China. And given the corresponding policy according to the positive study results.

Key Words: stock market; Underpricing of IPO Issues, directional financing; stock financing

收稿日期: 2012—2—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