

# 什么组成 IPO 的初始回报

## ——来自中国市场的经验证据

罗肖依, 郭卫锋

(南开大学中国公司治理研究院, 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘要:** 本文主要研究采用累计投标定价机制之后 IPO 的价格和长期绩效之间的关系, 使用对比公司价值法, 我们把 IPO 初始回报分为上市前的故意抑价和二级市场的溢价。这种分离能够使我们检验不同的理论对高 IPO 初始回报的解释, 研究结果发现有很少的证据支持古典信息理论关于 IPO 的抑价, 但有很强的证据支持行为理论关于 IPO 溢价, 即使该结论对中国市场来说是特定的, 但是我们发现一些关于什么组成和形成 IPO 的初始回报的普遍的结论, 而这一直是 IPO 文献中所缺乏的。

**关键词:** 初始回报; IPO 抑价; IPO 溢价

中图分类号:F

文献标识码:A

### 一、引言

中国的股票市场在经历了 2006 和 2007 年的爆炸式增长之后, 成为了全球第四大资本市场, 越来越多的公司上市通过 IPO 活动筹集了大量的资金, 更为重要的是这一期间 IPO 定价时采取的是累计投标制, 这是全世界最为流行的一种定价机制, 有关中国 IPO 市场之前的研究大多忽视了 IPO 发行价格被紧紧的控制这种现象, 并且有时候是由管制者所固定的。

本文主要阐述了中国的 IPO 市场相比于目前文献中提及的其它市场的差别, 有大量的学者研究中国的 IPO 抑价问题 (Mok, Hui, 1998; Su, Fleisher, 1999; Chang *et al*, 2008)。有关中国市场 IPO 的研究大多使用的是 2006 年之前的数据, 当时主要的 IPO 定价机制不是市场决定的, 因此实证结果和这些由市场决定的 IPO 价格的研究结果并不具有可比性, 由市场决定的 IPO 价格大部分是累计投标制, 当大部分的 IPO 发行价格由管制者任意制定的时候, 它很难具有很有意义的研究结果。因此, 我们把 IPO 的样本数据限定到累计投标制被确定为中国上市公司 IPO 唯一的定价机制之后, 并且把影响 IPO 初始回报中的抑价因素和溢价因素分离开, 分别进行回归分析, 来检验理性理论和行为理论在解释 IPO 初始回报的有效性, 对以后研究 IPO 初始回报及抑价问题有较好的理论和实践借鉴意义。

### 二、文献回顾

已有大量学者研究美国股票市场的 IPO, 有关什么决定 IPO 的初始回报和长期绩效有几种主要的理论, 大多是以信息不对称为基础的理论来解释为什么公司通过设定较低的初始价格把钱留在桌面上。公司和承销商通过以内在价值来提供一定的 IPO 份额来鼓励投资者的参与, 如果没有这种诱使, 投资者可能会等着在二级市场上买股票, 如果所有的投资者都等待的话, IPO 将会是失败的。比如说, 当不对称信息存在的情况下, 对于无知的投资者来说 IPO 抑价是理所当然的 Rock (1986)。Benveniste, Spindit (1989) 和 Benveniste, Wilhelm (1990) 认为知情的投资者在 IPO 的定价中起决定性的作用。

对抑价理论的实证挑战来自于如下观察。首先，有一些观点认为第一天的收盘价并不能反映公司公正的价值，Ritter (1991) 提出了对这种观点的实证支持。然而，Bravet *et al* (2000) 认为 IPO 长期的低绩效可能是由于对风险的不充足的调整，他们发现 IPO 公司的长期回报类似于与其规模大小相似的非发行公司，Loughran, Ritter (2000) 指出规模和账面价值相匹配的公司可能会忽略重要的市场异常。其次，使用 1980-1997 年期间的 2000 多个 IPO 的样本数据，Purnanaadam, Swaminathan (2004) 认为发行价格要高于内在价值，被高估的 IPO 有较高的首日回报但是较低的经风险调整的长期回报，这表示投资者的情绪和非理性的过度乐观可能抬高 IPO 的市场价格及发行价格。

对于美国市场上 IPO 的初始回报是理性的抑价还是不理性的情绪在起作用，仍然没有取得一致的意见，这种含糊不清使实证研究陷入了尴尬的境地，当一种因素被发现与 IPO 的初始回报相关时，我们并不确定用哪一种方法来识别这种因素。比如说，IPO 的公司规模和 IPO 的初始回报负相关，理论认为 IPO 的规模是不对称信息的替代量，规模较小的公司遭遇更多的不对称信息。因此，投资者需要更多的抑价，行为金融理论认为，投资者的过度乐观情绪抬高了小公司的价格，这更容易被操纵。

中国的市场经历了世界上最多的 IPO 初始回报，IPO 初始回报超出了 100%，这种量和变化可能提供一种机会把故意抑价和溢价分离出来，如果分离是可能的，这将会导致更为确定的实证分析，为了完成这种分离，我们需要估计内在价值。接下来我们使用对比公司的 P/E 比率来决定 IPO 的公正价值，我们发现 IPO 发行价低于它的内在价值，反过来又低于 IPO 的第一天的市场价格。因此，中国的 IPO 初始回报看起来展现出故意的抑价和非理性的溢价，我们对推动抑价和溢价的因素做进一步的回归分析。由于我们有很清晰的分离，我们能够解释基于理性理论的抑价问题和基于行为理论的溢价问题。因此，避免了 IPO 研究中面临的模糊性，我们发现很少有证据支持理性理论，但是有很强的证据支持行为理论，故只有溢价因素决定 IPO 的长期的低绩效。

中国的 IPO 市场时主要有两种现象：首先，IPO 市场有最高的初始回报，很多股票的首日回报超过了 100%；其次，世界上没有其他国家的 IPO 市场遭受如此严重的政府管制。中国的股票市场开始于 1990 年，中国的市民可以在国内市场上交易股票，包括上海和深圳证券交易所，外国人可以在这两个交易所交易 B 股，也可以在香港交易所交易在香港上市的中国股票。在国内 A 股市场，我们看到异常的高的 IPO 初始回报，国内的市场主要遭受强烈的政府干预。

有两种主要的政府干预模式。第一，改变供求，从 1990 年到 2000 年，主要是国企幸存于市场的竞争去上市，在传统的中央计划体制下，中央对各个省份和市政当局实施了严格的 IPO 配额，对 IPO 供应的行政限制遇到了来自于个人投资者的巨大需求，这些投资者在不发达的中国资本市场上缺乏其他的投资途径，结果就是严重的 IPO 份额的竞争和高的 IPO 初始回报。从 2001 年至今，中国开始使用标准的注册制，让公司自己决定上市，即使仍然有管制者的间接控制。

关于 IPO 定价机制的第二种干预，从 1990 年到 1995 年，管制者采取固定定价机制，IPO 价格制定参考账面价值。从 1996 年到 1999 年，定价机制变为一个控制的 P/E 水平，被限定为 15 左右。从 1999 年 6 月 1 日到 2002 年上半年，市场采取拍卖系统，发行价格由投资者通过网上竞价的方式决定，价格主要由市场决定，然而，这种竞拍并没有诱使高的 IPO 初始回报，相反，发行价格通过投机被推倒更高的水平。从 2002 年到 2004 年，管制者又回归控制的 P/E 系统，要求发行价格市盈率低于 20。

由于中国市场上机构投资者变得越来越重要，IPO 的定价机制从 2005 年 1 月之后采取累计投标制，根据这种定价系统，IPO 价格由机构投资者制定，累计投标制的采取暗示中国

IPO 的价格主要是由市场力量决定,即使当前的累计投标制还不是完全由市场推动,相应的,对中国 IPO 市场的实证研究已经开始变得有价值。

另外一个市场导向的移动是开始于 2004 年的流通股和非流通股的改革,流通股和非流通股的区别曾经是中国股票市场上的一个独特的特征,在中国两个证交所上市的大部分股票是国有企业的股票。之前,大约三分之二的份额不允许交易,这些份额是由国家或当地政府直接或间接的控制的,直到 2006 年,整个非流通股的改革完成。

考虑到以上原因,我们限制 IPO 的样本数据到累计投标制采取之后,并且在股票市场的改革大部分完成之后。

### 三、相关理论分析与研究假设

Rock (1986) 和 Benveniste, Spindt (1989) 认为 IPO 抑价是为了弥补不对称信息而对投资者的故意补偿。Hanley (1993) 对 Benveniste, Spindt (1989) 的观点提出了实证支持。相反,有另外的研究表明,IPO 的价格受投资者的情绪所影响,例如,Miller (1977) 认为投资者的观点使 IPO 的价格高于它的内在价值,有更多的实证研究支持这种观点。

很有可能 IPO 的初始回报有抑价和溢价双重因素,对于给定的 IPO 初始回报,我们怀疑对于中国市场来说,确实有抑价和溢价因素,IPO 的发行价格常常非常低,某种程度上来说是由于政府的控制,尤其高的初始回报和大规模的投资者的参与显示出一个通胀的市场价格,为了避免实证的困境,我们把 IPO 初始回报中的抑价和溢价因素分离开来是重要的。首先,我们必须算出 IPO 的内在价值,我们使用与 Purnanandam 和 Swaminathan (2004) 同样的方法,对比公司价值法,Purnanandam 和 Swaminathan (2004) 使用对比公司价值的中位数(如市盈率 P/E),这些公司是和 IPO 公司所在的行业、公司规模、利润相当的。小的市场规模和比较短的样本期间,不允许我们匹配所有的维度,因此,我们仅仅匹配行业。

我们把 IPO 的发行价格与内在价值价格之间的差价代表 IPO 的故意抑价,IPO 的市场价值和内在价值之间的差价代表溢价。因此,我们用回归来检验理性理论和行为理论,避免了之前实证研究中的模糊性,这种方法也用于长期回归分析,我们把溢价因素分离出来并把它和 IPO 的长期绩效联系起来。

把抑价和溢价因素分离出来在那些 IPO 初始回报比较低的发达市场上是很困难的,但是这种分离对中国市场比较适用,考虑到中国 IPO 的初始回报量比较大。然而,中国的市场大都由个人投资者所推动,即使机构投资者随着时间的推移获得一定的市场份额,个人投资者的参与仍然很重要,因此,通过中国的市场来研究个人投资者的需求如何影响 IPO 的价值是一个理想的市场,这个问题当前是 IPO 研究领域中的一个前沿问题。

即使中国市场采取了累计投标定价机制,管制者仍然有一个初始的发行价格,对于大多数的 IPO 限制为 30,在我们的样本数据中,35%的 IPO 的发行价格是 30,由于管制者参与了 IPO 发行价格的设定,IPO 的初始回报被扭曲了,我们使用一个虚拟变量来显示 P/E 是否设定为 30,在控制了管制者的影响因素之后,我们把溢价作为一个解释变量对长期绩效作一个回归分析,我们认为只有初始回报的溢价因素对 IPO 的长期绩效有负的影响。

我们把 IPO 上市前一个月的行业市盈率作为内在价值的基准,我们选择一个月前的数值作为参照,而不像美国发行价格由发行日期的前一天决定,中国 IPO 的发行价格在发行的前几天决定,在制定 IPO 初始价格之前需要花费大约两周的时间来进行累计投标,WIND 仅提供 P/E 行业的均值,在这个所谓的 2006 年的“热市”期间,很多行业的 P/E 均值超过了 100,因此,我们对 WIND 做出特别的请求,获得行业 P/E 的中位数以便于我们的分析。

基于古典的经济理论,IPO 的抑价是理性的信息不对称和不确定性作用的结果,Beatty

和 Ritter (1986) 认为在 Rock (1986) 的信息不对称模型下, IPO 的抑价随着不确定性的增加而增加, 有很多变量被用来作为替代变量, 一些变量也被作为投资者情绪的替代变量, 这是和行为理论相关的, 本文的主要贡献就是区分出 IPO 初始回报的抑价和溢价因素, 并且分别检验这两个因素。

中国的股票市场确立于 20 世纪 90 年代, 中国市场的特点不同于美国等发达的资本市场, 中国的 IPO 有最高的初始回报, IPO 首日回报超过了 100%, 并且, 中国的 IPO 市场一直以来遭受政府的管制最为严重, 这在其他市场上是比较少见的。本文把 IPO 初始回报中的抑价和溢价因素分离出来, 分别对 IPO 的初始回报、IPO 抑价、IPO 溢价进行回归分析, 来验证古典经济理性理论和行为理论对 IPO 初始回报的影响及决定机制。

本文根据文献中的理论分析, 提出以下研究假设:

H1: 公司规模与初始回报负相关

H2: 市场势头与初始回报正相关

H3: 超额认购倍数与初始回报正相关

H4: 交易量与初始回报正相关

H5: 公司规模与 IPO 抑价负相关

H6: 发行前的市场势头与 IPO 抑价负相关

H7: 公司规模与 IPO 溢价负相关

H8: 市场势头与 IPO 溢价正相关

H9: 超额认购倍数与 IPO 溢价正相关

H10: 交易量与 IPO 溢价正相关

#### 四、实证模型与变量设计

##### (一) 变量定义

1. 公司规模。小的公司可能吸引更少的投资者的注意。因此, 它们的 IPO 遭受更多的信息不对称性; 另外, 小规模的公司历史有限并且发展前景更加不确定。因此, 我们认为发行规模和 IPO 的初始回报负相关, 我们使用 IPO 公司上一年销售收入的对数来代表公司的规模。

2. 承销商声誉。Carterh, Manaster (1990) 在 1980 年代发现 IPO 承销商的声誉越高抑价越低, 他们认为承销商用他们的声誉来担保可以减少不对称信息及不确定性因素。我们使用 2007 年来自中国证券行业协会的承销商等级排名来定义承销商的质量, 我们设置承销商的声誉为虚拟变量。

3. 定价区间。在累计投标之前, 承销商首先设定一个发行价格的上限和下限, 这个价格区间是承销商在路演期间出售的基准, 在路演和询价结束之后, 承销商设定 IPO 的最终价格, 价格区间越大显示出 IPO 更多的不确定性。Hanley (1993) 发现 IPO 的价格区间和 IPO 的初始回报正相关, 正如 Hanley (1993) 显示的, 我们定义价格区间为 (上限—下限)/中间值。

4. 发行价格调整。Hanley (1993) 发现发行价格调整 (发行价格—中间价格)/中间价格, 能够影响 IPO 抑价。

根据行为理论, 由于投资者不理性的情绪, IPO 的价格常被高估, 与投资者的情绪相关

的变量如下：

5. 市场势头。根据 Loughran, Ritter (2002), IPO 发行之前的股票市场回报对 IPO 的初始回报正相关, Miller (1977) 认为, 市场势头作为投资者的替代变量能够导致 IPO 在二级市场上溢价。在 IPO 发行的日期和 IPO 开始交易及市场价格能够观察到的日期之间有一个很明显的时间滞后, 因此, 我们分别计算这两个日期, “市场势头”正如文献中所定义的, 是 IPO 上市前一个月的市场回报, 以此来检验二级市场上是否市场情绪导致 IPO 的溢价。

6. 个人投资者超额认购倍数。近来关于投资者情绪的研究集中于个人投资者, Derrien (2005) 发现 IPO 有高的投资者需求就有高的初始回报, 因此遭受较低的长期回报, 显示出 IPO 被低估了, 在中国当前的管制条件下, 承销商分配 20% 的 IPO 份额给机构投资者, 剩下的 80% 给个人投资者摇号竞标, 我们使用超额认购比例的对数来表示个人投资者的需求。

7. 首日交易量。使用交易量的数据, Ofek, Richardson (2003) 认为在首日当机构投资者把 IPO 份额销售给个人投资者时候高的初始回报发生, 即使我们没有个人投资者详细的交易数据, 总的交易量可以显示出个人投资者的交易量, 由于中国市场仍然由个人投资者所推动。另外, Cornelli *et al* (2006) 发现在欧洲市场上, 二级市场 IPO 总的交易量和个人的情绪正相关, 这会导致高的 IPO 首日价格和低的长期回报。

表 1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量代码	变量解释
Y	初始回报	Initial Return	(上市首日收盘价—发行价格) / 发行价格
Y1	IPO 抑价	IPO Underpricing	(发行价格—内在价值) / 内在价值
Y2	IPO 溢价	IPO Overpricing	(收盘价—内在价值) / 内在价值
X1	发行价格	Offering Price	首发价格
X2	市场势头	Market Momentum	行业市盈率 P/E 的中位数
X3	承销商声誉	Underwriter	按承销商排名前 10 的虚拟变量
X4	规模	Firm Size	Ln (营业收入) 度量
X5	超额认购倍数	Oversubscription	个人投资者的超额认购倍数的对数
X6	上市首日成交量	Volume	上市首日交易量的对数
X7	首发募集资金	Proceeds	上市首日总的募集款
X8	营业收入	Revenue	营业收入的对数值

## (二) 样本选取与数据收集

中国在 2005 年采取了累计投标制, 但 IPO 活动开始出现主要是在 2006 年的下半年, 由于暗淡的股票市场绩效及市场交易缺乏流动性, 从 2005 年 7 月到 2006 年 7 月 19 日, 这一期间中国股票市场上没有 IPO 活动。因此本文的 IPO 样本数据选自 2010 年 1 月到 2012 年 12 月, 这期间的样本包括了 88 个 IPO, IPO 所有的数据来自于 WIND 数据库。本文从 WIND 数据库获得一些关键变量, 包括公司名称、IPO 发行和上市日期、承销商名称、公司行业、发行价格、发行价格 P/E、首日开盘价、首日收盘价、总的募集款项、总的发行量、营业收

入、超募倍数、首日交易量、行业平均市盈率 P/E。

由于我们仅有上两年的数据，一个 3 到 5 年的 IPO 长期回报分析是不可能的，正如文献中经常做的。我们以一年的水平做回归分析，缺失值的样本数据被删除。

## 五、实证结果分析

### 1. 初始回报

我们使用 IPO 的初始回报作为因变量做一个回归分析，模型中包括上文所提到的所有的自变量，外加一个虚拟变量 P/E，结果如表 2 所示。

回归结果发现行为变量，主要是市场势头，超额认购倍数，交易量是显著正相关。其中，市场势头在 5%的水平下显著，sig-值为 0.012，与初始回报正相关；超额认购倍数在 1%的水平下显著，且 sig-值为 0.001，与初始回报正相关；成交量在 10%的水平下显著，且 sig-值为 0.099，与初始回报正相关；然而，公司规模和预期的负相关不一致，并且不显著，初始回报包括抑价和溢价两个因素。

表 1 IPO 初始回报回归分析

自变量	Coefficients	t-statistics
公司规模	-0.056	-1.12
承销商	0.091	0.79
定价区间	0.164	0.44
价格调整	-3.634	-0.67
市场势头	2.646**	5.31
超额认购倍数	0.320***	2.03
发行量	2.638*	1.90
P/E 虚拟变量	0.744	5.76
Adjusted R square	0.50	

注：表中\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著性

$$\text{IPO Initial Return} = a + b \text{ Firm Size} + c \text{ Underwriter} + d \text{ Price Range} + e \text{ Price Adjustment} + f \text{ Market Momentum} + g \text{ Oversubscription} + h \text{ Volume} + i \text{ P /E Dummy} + u$$

### 2. 抑价

我们接下来做回归分析检验什么决定IPO的故意抑价，因变量是抑价，被定义为IPO的内在价值和发行价格之间的差价，包括P/E虚拟控制变量，当P/E是30的时候为1，否则为0，回归结果如表2所示。P/E虚拟变量和预期结果一致显著正相关，和表1的回归结果一样，承销商声誉和定价区间对抑价没有显著影响，价格调整因素和Hanley (1993) 的结果相反，认为发行价格越高导致更高的IPO初始回报及高的抑价，发行前的市场势头是显著的，即在1%的水平下显著，且sig-值为0.000，与抑价负相关，即发行前的市场势头越好，抑价水平越低，由于市场势头较好时，投资者的乐观情绪较高，这时有利于IPO发行者提高发行价格，

规模因素为负相关，但是不显著。

表2 IPO抑价回归分析

自变量	Coefficients	T-statistics
公司规模	-0.022	-0.51
承销商声誉	0.021	0.18
发行前市场势头	-1.291***	-2.55
定价区间	0.415	1.10
价格调整	-1.995	-3.80
P/E虚拟变量	0.367**	2.90
Adjusted R square	0.22	

注：表中\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著性

$$\text{IPO Underpricing} = a + b \text{ Firm Size} + c \text{ Underwriter} + d \text{ Pre\_market Momentum} + e \text{ Price Range} + f \text{ Price Adjustment} + g \text{ P/E Dummy} + u$$

### 3. 溢价

溢价回归分析决定了什么推动二级市场上 IPO 的溢价，因变量是 IPO 内在价值和市场价格之间的差价的百分比，回归结果见表 3。

我们发现所有的和行为理论相关的三个变量，市场势头，个人投资者超额认购倍数、交易量与期望结果一致显著相关，并且，市场势头在 1%的水平下显著，且 sig-值为 0.000；成交量在 1%的水平下显著，sig-值为 0.000，与溢价正相关整个数据对行为理论给予很强的支持。

表3 IPO溢价的回归分析

自变量	Coefficients	t-statistics
公司规模	-0.045	-0.72
承销商声誉	0.084	0.72
定价区间	-0.086	-0.18
价格调整	-1.813	-2.79
市场势头	3.755***	2.14
超额认购倍数	0.364**	1.90
发行量	3.192***	1.86
Adjusted R square	0.23	

注：表中\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著性

$$\text{IPO Overpricing} = a + b \text{ Firm Size} + c \text{ Underwriter} + d \text{ Price Range} + e \text{ Price}$$

## 六、研究结论和启示

使用 88 个中国的 IPO 数据，发现 IPO 初始回报既有抑价因素也有溢价因素在内，把抑价和溢价因素分离开来能够让我们重新检验理性理论和行为理论对 IPO 初始回报的解释，结果发现在中国的证券市场上有很强的证据支持行为理论，却有很少的证据支持前者。即使结果某种程度上来说是中国特定的，但是这种检验有助于阐述有关 IPO 之前的实证研究哪些因素决定 IPO 的初始回报及这些因素的影响机制。

由于累计投标制在中国的运用还不成熟，结果发现发行前的市场势头并没有导致较高的抑价，相反却减少了抑价，这说明了当投资者的情绪较高的时候发行者和承销商利用机会尽可能提高发行价格。然而，积极的市场情绪能够提高溢价，其他的有关投资者情绪的变量近年来也在文献中大量地使用，主要由于个人投资者的需求和交易量对 IPO 的溢价也有积极的影响。

由于本文的结果可能会受中国市场的一些特定特征所影响，事实上，正如 Yong (2007) 总结的那样，大部分关于亚洲市场 IPO 的研究都是特定于亚洲市场的，我们认为我们的研究方法对将来的 IPO 研究有广泛的意义，事实上理性理论对中国市场上 IPO 的解释力有所缺乏，但并不意味着该理论不相关。很有可能对理性理论的证据支持被中国 IPO 市场上不发达的定价机制所扭曲了，如果我们能够在美国市场上分离出发行前的抑价和二级市场上的溢价，并且能够检验不同的理论将会更有价值。另外，一些让人困惑的实证结果也值得进一步检验，比如，有关承销商的声誉变量却得出了混合的结果。

本文的研究结果也受中国累计投标制的影响，Ritter, Welch (2002) 指出近来的 IPO 研究集中于累计投标制及份额的分配。Ma, Faff (2007) 研究了 IPO 的配置方法，但是结果主要限定在固定价格机制，当累计投标制在中国的运用成熟至世界水平时，进一步的研究应该重新检验理性理论在中国市场情景下的应用。对于行为理论，对个人投资者数据的详细分析能够有助于识别投资者情绪及溢价。最后，有关长期绩效的分析在以后的研究中应该做的更细致，包括使用 Fama-French 的三因素定价模型，对中国股票市场上长期回报的分析有一定的困难，到目前为止，也没有很完善的经济分析工具，有关 IPO 长期绩效的分析有赖于中国市场上长期绩效数据的可以使用的程度。

## 参考文献

[1]Beatty, R., Ritter, J.R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 213 - 232.

[2]Beatty, R., Welch, I. Issue expenses and legal liability in initial public offerings[J]. *Journal of Law and Economics*, 1996, 39: 545 - 602.

[3]Benveniste, L.M., Spindt, P. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 24: 343 - 361.

[4]Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 28: 173 - 207.

[5]Yan Gao. What comprises IPO initial returns: Evidence from the Chinese market[J]. *Pacific-Basin*



Finance Journal, 2010.

- [6] Bradley, D., Jordan, B.D. Partial adjustment to public information and IPO underpricing[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, 37: 595 - 616.
- [7] Brav, A., Geczy, C., Gompers, P. Is the abnormal return following equity issuances anomalous? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 56: 209 - 249.
- [8] Carter, R., Manaster, S. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. Journal of Finance, 1990, 45: 1045 - 1067.
- [9] Carter, R., Dark, F., Singh, A. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks[J]. Journal of Finance, 1990, 53: 285 - 311.
- [10] Chan, K., Wang, J., Wei, K.C.J. Underpricing and long-term performance of IPOs in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2004, 10 (3): 409 - 430.
- [11] Chang, E., Chen, C., Chi, J., Young, M. IPO underpricing in China: new evidence from the primary and secondary markets[J]. Emerging Market Review, 2008, 9 (1): 1 - 16.
- [12] Chi, J., Padgett, C. The performance and long-run characteristics of the Chinese IPO market[J]. Pacific Economic Review, 2005, 10 (4): 451 - 469.
- [13] Cooney, J., Singh, A., Carter, R., Dark, F. IPO initial returns and underwriter reputation: has the inverse relationship flipped in the 1990s? [J]. University of Kentucky. Working paper, 2001.
- [14] Cornelli, F., Goldreich, D., Ljungqvist, A. Investor sentiment and pre-IPO markets[J]. Journal of Finance, 2006, 61: 1187 - 1216.
- [15] Derrien, F. IPO pricing in "hot" market conditions: who leaves money on the table? [J]. Journal of Finance, 2005, 60: 487 - 521.
- [16] Hanley, K. The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon[J]. Journal of Finance, 2003, 34: 231 - 250.
- [17] Kim, M., Ritter, J.R. Valuing IPOs[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53: 409 - 437.
- [18] Lee, P., Wahal, S. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 375 - 407.
- [19] Loughran, T., Ritter, J.R. The new issues puzzle[J]. Journal of Finance, 1995, 50: 23 - 51.
- [20] Loughran, T., Ritter, J.R. Uniformly least powerful tests of market efficiency[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 55: 361 - 389.

## **What Comprises IPO Initial Returns: Evidence from the Chinese Market**

LUO Xiao-yi, GUO Wei-feng

(Research Center of Corporate Governance, Business School, NanKai University, Tianjin 300071)

**Abstract :** We studied the IPO price and long-term performance in China after the adoption of the book-building pricing mechanism. Using comparable firm value, we separated the IPO initial returns into pre-market deliberate underpricing and aftermarket overpricing. This separation enables us to clearly test different theories regarding high IPO initial returns. We find little evidence supporting the classic information theory on IPO underpricing but strong evidence supporting the behavioral arguments regarding IPO overpricing. Even though the results are specific to the Chinese market, we find some general results on what composes and drives IPO initial returns that have been lacking in the IPO literature.

**Key Words:** Initial Return; IPO Underpricing; IPO Overpricing

**收稿日期:** 2015-06-18

**作者简介:**

罗肖依, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向: 公司治理与战略管理;

郭卫锋, 南开大学商学院博士生, 律师, 研究方向: 私募投资基金与公司治理。