

全流通时期 IPO 抑价实证研究*

李 强

(新疆财经大学,新疆 乌鲁木齐 830012)

摘 要:本文利用统计描述与线性回归方程对全流通时期我国首次公开发行上市的 82 只 A 股抑价率影响因素进行了检验。结果表明我国 IPO 高抑价率主要是由投资者的非理性投资行为和热衷于新股炒作造成的,投资者的价值投资理念并没有形成。

关键词:IPO 抑价;全流通;实证研究

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1008-6439(2007)03-0065-04

Empirical research into IPO underpricing in the entire circulation age

LI Qiang

(Xinjiang University of Finance and Economics, Xinjiang Wulumuqi 830012, China)

Abstract:This paper tests the influence factors of IPO underpricing rate through the statistical description and linear regression equation from 82 IPO samples listed in Chinese A share market in the entire circulation age. The empirical analysis result indicates that the main reason for excess IPO underpricing rate is investors' non-rational investment behavior and over-speculation in new shares of IPO and that the ideas of the value investment of investors have not taken shape.

Key words:IPO underpricing; entire circulation; empirical research

一、前言

IPO 抑价(intial public offering underpricing),是指新股在首次公开发行定价较低,而在股票首日上市交易时价格较高,投资者认购新股能够获得超额报酬率的一种现象。自上个世纪 70 年代以来,新股抑价问题一直是公司金融领域研究的一个热点问题,相关研究表明,在全世界几乎所有的证券市场上

都存在不同程度的 IPO 抑价现象。根据市场统计,亚太新兴市场的新股发行抑价率为 60—80%之间,而欧美股市的新股发行抑价率为 15—20%,转轨国家的新股发行抑价率为 150%左右,而非转轨国家的新股发行抑价率为 25%左右。相对而言,我国 A 股市场的 IPO 抑价率特别高(参见表 1)。

表 1 我国历年 IPO 抑价率(1997—2004 年)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1997—2004
上市家数/家	188	102	92	114	67	69	66	98	769
首日收益率/%	147.70	133.00	110.30	149.80	141.20	125.63	71.84	70.18	118.71

数据来源:根据 Wind.NET 整理

从 2005 年 4 月证监会推出中国股权分置改革试点通知到目前为止,我国基本完成了股权分置改革。股改的完成标志着我国股市已进入了全流通时期。随着第一只全流通个股中工国际(2006. 6. 19)

上市以来,截至 2007 年 2 月 15 日共有 82 只全流通个股上市。这 82 只股票的 IPO 抑价率情况如何,在全流通时期,投资者的投资观念是否具有价值投资的理念,本文将通过统计描述与线性回归模型进行

* 收稿日期:2007-03-09

作者简介:李强(1975—),男,新疆财经大学金融学院,研究生,从事公司金融与金融工程研究。

实证分析。

二、IPO 抑价的理论解释

IPO 抑价的长期普遍存在,难以用传统的财务理论来解释。20 世纪 70 年代以来许多财务金融工作者对这些现象进行了不懈的探索,涌现了大量的研究成果,并提出了多种假说以期解释 IPO 抑价现象。具有代表性的有以下几种假说:

1. 赢者的诅咒假说:Rock(1986)认为市场中存在着两种投资者,即掌握信息的投资者与没有掌握信息的投资者,如果股票首次公开发行出现了定价过高的现象,则掌握信息的投资者不会认购,该股票完全出售给那些未掌握的投资者,这时未掌握信息的投资者将会在首次获得负的收益。由于股票发行需要不断地吸引那些未掌握信息的投资者,因此在股票首次公开发行时必须以低价方式进行,以便为那些未掌握信息的投资者提供一定的收益,从而使得以后的股票发行能够顺利的进行。

2. 投资银行买方独家垄断假说:该理论由 Baron(1982)提出,Baron 在其理论模型中假定投资银行作为股票的承销商相对于上市公司来讲具有更多的有关资本市场及发行定价方面的信息,于是上市公司将股票发行的定价交由投资银行决定。由于上市公司(委托人)不能很好地监督承销商(代理人)在股票发行过程中的行为,这时承销商便会通过低价发行的方式来提高其承销活动的成功概率。

3. 信号传递假说:Allen、Faulhaber(1989)和 Welch(1989)认为:IPO 低定价发行是优质公司区别于劣质公司必须支付的信号成本。优质公司通过新股低定价和发行量的最优组合向投资者传递其价值信息,使投资者认为购买该公司的新股有利可图,这样该公司在以后的增发过程中可以制定较高的价格来弥补首次公开发行由于低定价支付的信号成本。

4. 从众假说:Welch(1992)认为投资者购买首次公开发行股票的行为不是发生在某一个单一的时间内,而是一个“动态”调整的过程,此时最初的股票认购情况会影响到以后其他投资者的购买行为。当最初的股票发售出现“热销”的情况时,以后的投资者便会不考虑其自身掌握的有关上市公司方面的信息而大量认购,即出现所谓的“从众”现象。Welch 认为为了首先吸引少量的潜在投资者认购首次公开发行的股票,进而吸引其他投资者大量认购该股票,使从众效应产生,上市公司会有意使首次公开发行股票定价偏低。

5. 所有权分散假说:Brennan and Franks(1995)建立了一个从较为独特的角度来说明股票首次公开

发行中的低定价现象。在 Brennan and Franks 的模型中,管理层通过低价发行的方式使得投资者对股票产生过度需求,此时投资者所能实际购买的股票就将根据申购数额按比例进行配售,这样也就可以避免上市公司股票的大部分被少数人持有现象的发生,而公司原来的管理层就可以通过对公司的控制来继续为自己牟利。

6. 市场过度投机假说:该理论认为,市场对新股的需求远大于供给,只有通过配售机制,此时发行价格不足以作为分配的标准。因此,在一级市场尚未获得足够股票的投资者便会在二级市场上进行购买,尤其是在我国由于绝大多数投资者认为“新股不败”,导致对新股的盲目追捧,最终便形成了投机泡沫。

三、实证分析

1. 样本的选择

本文以 2006 年 6 月 19 日至 2007 年 2 月 15 日之间在沪深证券交易所首次公开发行上市的 82 只 A 股为研究对象。全部数据来源于中国上市公司资讯网(www.cnlist.com)、东方财富网(www.eastmoney.com)。

2. 因变量的定义

本文涉及的因变量为发行抑价率,以新股上市首日涨幅(IR)作为被解释变量,新股上市首日涨幅(IR)是国际上通用的描述 IPO 抑价率的指标。 $IR = (P_1 - P_0) / P_0 \times 100\%$ 。其中:IR 为新股上市首日涨幅, P_0 为新股发行价格, P_1 为新股上市首日收盘价。

3. 自变量的定义及假设

根据上市公司自身的财务状况、一级发行市场和二级交易市场等各方面的影响,本文选取如下九个因素作为影响抑价率的独立变量。

(1)反映上市公司财务状况的影响因素:发行前一年每股收益(EPS),发行前一年净资产收益率(JZCSYL),发行前一年资产负债率(ZCFZL)。

a. 发行前一年每股收益(EPS)与发行抑价率正相关($\beta_1 > 0$):发行前一年的每股收益可以反映新股企业的盈利状况,较高的每股收益,说明企业未来的盈利能力较好,在二级市场上更容易受到追捧。

b. 发行前一年净资产收益率(JZCSYL)与发行抑价率正相关($\beta_2 > 0$):发行前几年的平均净资产收益率代表了上市公司的盈利水平,投资者根据公司的预测来对公司作估价,我们用前一年净资产收益率作代表。根据自由现金流贴现模型,较高的净资产收益率使投资者对公司的未来有着良好的预期。

c. 发行前一年资产负债率(ZCFZL)与发行抑价率正相关($\beta_3 > 0$):本文采用公司的资产负债率来衡

量公司的风险。西方研究表明,为了给投资者以风险补偿,越高风险的公司股票发行价格越低,所以上市首日涨幅就较高。

(2)反映一级市场新股发行的影响因素:发行价(P_0)、发行市盈率(SYL)、发行规模(LNSIZE)、中签率(ZQL)。

a. 发行价(P)与发行抑价率负相关($\beta_4 < 0$):发行价较低的股票,在二级市场的上升空间大,更容易被炒作,从而造成首日涨幅较大。

b. 发行市盈率(PE)与发行抑价率负相关($\beta_5 < 0$):市盈率是评判公司价值的重要指标,代表着市场对上市公司的认可程度。在企业价值一定的基础上,发行市盈率越高,发行的价格就越高发生抑价的可能性就越小。

c. 发行规模(LNSIZE)与发行抑价率正相关($\beta_6 > 0$):股票发行规模越大,则股权相对越分散,股价被个别投资者操纵的可能性较小。这意味着降低了投资者由于信息不对称所带来的风险,新股定价较合适。我们认为在全流通时期,投资者更趋理性,大盘蓝筹股应该更受到市场的关注。本文以新股筹资额的自然对数表示发行规模(LNSIZE)。

d. 中签率(ZQL)与发行抑价率负相关($\beta_7 < 0$):更多的投资者认购该新股,则势必会降低中签率,增大申购风险,投资者也会要求更高的抑价补偿。根据流行效应假说,该效应越明显。

(3)反映二级市场新股交易的影响因素:上市首日市场指数(INDEX)、上市首日换手率(HSL)。

a. 上市首日的市场指数(INDEX)与抑价率正相关($\beta_8 > 0$):上市首日的市场指数与上市首日涨幅的影响作用是相互的。较高的市场指数说明大市的情况较好,投资者的信心相对就会较强,会推高上市首日的交易价格,从而形成较高的首日涨幅。本文以新股上市首日的上证综指与深证成指收盘价之和表示,因为样本股票分别在上海和深圳证券交易所上市,且上证综指与深证成指总是同方向变动。所以以两指数之和作为二级市场状况的衡量指标。

b. 上市首日换手率(HSL)与抑价率正相关($\beta_9 > 0$):首日换手率体现交易的活跃程度。换手率越高,对投资者的吸引力越大,则投资者期望的回报率也越高。换手率也是判断市场是否过度投机的指标。

4. 模型的确定

根据以上假设,本文构建如下多元线性回归模型:

$$IR = C + \beta_1 EPS + \beta_2 JZCSYL + \beta_3 ZCFZL + \beta_4 P_0 + \beta_5 PE + \beta_6 LNSIZE + \beta_7 ZQL + \beta_8 INDEX + \beta_9 HSL + \epsilon$$

5. 样本的描述性统计分析结果

表 2 各变量描述性统计分析结果

名 称	均 值	中 值	最大值	最小值	标准偏差
首日涨幅(%)	89.85	79.99	354.71	0	60.54
每股收益(元)	0.57	0.48	1.82	0.07	0.37
净资产收益率(%)	20.53	19.01	48.38	4.95	9.35
资产负债率(%)	59.20	60.71	97.80	14.21	17.05
市盈率(倍)	24.77	24.42	97.81	9.52	10.80
发行价格(元)	8.51	7.45	26.00	2.40	4.60
发行规模(万元)	211897.40	30072.50	4664400.00	9045.00	631246.80
中签率(%)	0.50	0.25	5.32	0.05	0.74
换手率(%)	68.71	70.54	94.05	24.71	12.49

从表 2 可以看出:(1)在样本区间内,上市首日平均涨幅为 89.85%,比以前年份有所下降。各只股票之间比较,上市首日涨幅差别很大。最大的是网盛科技:为 345.71%,最小的是中国国航则没有涨幅。表明在目前市场状态下新股首日涨幅呈现明显的异常波动特征。(2)新股发行的网上中签率偏低,平均为 0.5%,最大的为 5.32%,最小的为 0.05%。根据信号传递博弈模型,新股中签率可以作为新股内在质量信息。但我国目前的状况是大盘股的中签率高,小盘股的中签率低。中签率在很大程度上只反映了市场的供求关系。(3)换手率是判断市场过度投机的一个指标,一般认为平均换手率高于 30% 太多,就有存在过度投机的问题。而我国股票上市首日交易的换手率很高,平均为 68.71%。最大的为中工国际,首日交易换手率达到了 94.05%,说明投资者在全流通初期还没转变投资观念,存在过度投机的行为。

表 3 通过 Eviews3.1 软件进行回归的结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.091931	0.993559	-2.105493	0.0387
EPS	-0.143982	0.329456	-0.437029	0.6634
JZCSYL	0.012432	0.010418	1.193261	0.2367
ZCFZL	-0.003677	0.003428	-1.072592	0.2870
P_0	0.009989	0.021135	0.472626	0.6379
PE	0.010901	0.006608	1.649734	0.1034
LNSIZE	-0.053198	0.056406	-0.943137	0.3488
ZQL	0.145115	0.115593	1.255395	0.2134
INDEX	0.000124	3.47E-05	3.572733	0.0005
HSL	0.032545	0.006508	5.000872	0.0000
R-squared		0.442562	F	6.35138
Adjusted r-squared		0.372883	P 值	0.000001
Durbin-waston		1.493671		

6. 多元线性回归结果与分析

模型整体通过 F 检验,其 F 检验的 P 值为 0.000001。说明模型在 1% 的水平上是显著有效的。常数项 C 的 P 值为 0.0387,在 5% 的水平下是显著有效的,这也表明模型的整体解释能力较好。

从表 3 看出:(1)反映公司财务状况的发行前一年每股收益、发行前一年净资产收益率两个指标与

我们假设的相反,且不能显著通过检验。说明投资者在全流通初期并不关心公司的基本面情况,市场投机气氛还比较浓厚。(2)反映一级市场新股发行因素的四个指标与我们假设的相反,且不能显著通过检验。说明一级市场和二级市场差别很大,在二级市场小公司(中签率低)市场投机明显,往往涨幅大,但在一级市场,由于新股不败的思维,使得不论大小公司一样受到市场的追捧。发行规模与抑价率负相关,表明“小盘股”效应也还比较突出。(3)反映二级市场新股交易的影响因素的两个指标与我们的假设相符,且在1%水平下显著。说明在现阶段新股抑价率与市场因素有关,投机气氛确实依然强烈。

四、结论及建议

本文就我国在全流通时期 2006 年 2 月 19 日至 2007 年 2 月 15 日期间的 82 只 IPO 样本数据进行了实证分析。结果表明,在全流通时期,我国 A 股市场的初始抑价率有所下降。但比起一些其他成熟市场,还是比较高。市场过度投机假说能解释我国高抑价率现象,即主要是由投资者的非理性投资行为和热衷于新股炒作造成的,投资者的价值投资理念并没有形成。

因此,为推动 IPO 抑价水平理性回归,根据我国证券市场的现实状况及以上分析提出以下建议:(1)进一步完善发行市场化机制,强化新股发行的市场

约束功效,释放 IPO 抑价率偏高所带来的市场风险。(2)倡导投资者理性投资,树立价值投资和长期投资的理念,合理引导市场的投资行为,杜绝各类违规资金炒作新股。(3)进一步完善机构询价机制,规范机构投资者行为,提升市场发行机制的价格发现功能,也可借鉴德国的新股预发行市场机制。

参考文献:

- [1] 朱武祥,等. 中国公司金融学[M]. 上海三联书店,2005: 65-83.
- [2] 蒋顺才,等. 中国 A 股 IPO 抑价率很高的一个新证据[J]. 湖南大学学报(社科版),2006(5):60-65.
- [3] 陈工孟,高宁. 中国股票一级市场发行抑价的程度与原因[J]. 金融研究,2000(8):35-44.
- [4] 郁辉君. 我国 IPO 询价制度实施效果研究[J]. 证券市场导报,2005(9):23-28.
- [5] 颜廷峰. IPO“低定价”现象的经济学解释及实证分析[J]. 技术经济,2006(3):28-31.
- [6] 张宗新. 关于 IPO 抑价率水平的再认识[N]. 中国证券报,2006-08-15(A15).
- [7] 郭建斌,孙震海. 德国新股预发行市场对 IPO 询价制度的影响及启示[J]. 世界经济研究,2005(5):33-36.
- [8] 刘力,李文得. 中国股市股票首次公开发行首日起超额收益研究[M]. 东北财经大学出版社,2003:15-34.

(责任编辑:周祖德)

(上接第 8 页)

并按市场化和国际化的方向调整、优化规制的条块政策。具体的设想是:对农村土地产权规制应逐步采用市场化的经济规制手段;对“六荒”土地和公共林地、草地应采用明确产权的规制方法;对公共生态工程规制,应在采用成本—效益评估法的基础上,引入民众参与决策的听证制度和市场招投标制度;对林业产业规制,要减少采取补贴的规制政策;对淡水资源、耕地等稀缺资源,要更多地采取限价、投入限制等直接的行政规制政策等。总之,规制结构的优化改革必须首先打破部门条块利益的垄断,从生态保护和经济协调的原则出发,灵活运用现代规制理论方法公正地调整与优化我国各个生态领域的规制政策。

参考文献:

- [1] 朱锡平. 转型经济中的政府规制改革的路径选择[J]. 经济与管理论丛,2005(2):63-76.

- [2] 陈富良. 放松规制与强化规制[M]. 上海:上海三联书店,2001:23-26.
- [3] 廖卫东. 生态领域产权市场制度研究[M]. 北京:经济管理出版社,2004.
- [4] 张帆. 环境与自然资源经济学[M]. 上海:上海人民出版社,1998:17.
- [5] 朱锡平、刘解龙. 来自对科斯定理的挑战[J]. 经济评论,2004(2):56.
- [6] 托马斯·思德纳. 环境与自然资源管理的工具[M]. 上海:上海三联书店、上海人民出版社,2005:107-163.
- [7] 沈满洪. 环境经济手段[M]. 北京:中国环境科学出版社,2001:46-47.
- [8] 丹尼尔·史普博. 管制与市场[M]. 上海:上海三联书店、上海人民出版社,1999:89.
- [9] 姜明安. 行政的现代化与行政程序制度[J]. 法制现代化与社会发展,1998(2):12.

(责任编辑:周祖德)