

我国创业板 IPO 抑价影响因素实证研究

任 辉 孙 倩

(山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

[摘 要] 2009 年 10 月 23 日我国创业板正式开板,鉴于各国普遍存在 IPO 抑价现象,从传统理论和行为金融角度出发,选取了从 2009 年至 2013 年 355 家在创业板上市的公司,对我国创业板市场 IPO 抑价现象的影响因素进行实证分析,发现投资者情绪和信息不对称是我国创业板市场 IPO 抑价的主要影响因素。但与传统研究不同,得出中介机构的声誉机制难以在我国创业板市场发挥作用的结论。通过系统考察我国创业板新股发行抑价的影响因素,研究 IPO 抑价的真正原因,并在此基础上提出相应的政策建议。随着 IPO 注册制的新政出台,也提出了后续的研究展望。

[关键词] IPO 抑价;创业板;信息不对称;投资者情绪;承销商声誉

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2015.06.008

[中图分类号]F830.91 [文献标识码]A [文章编号]2095-3410(2015)06-0058-08

一、引言

新股的发行价格低于其上市后在二级市场的交易价格(通常特指首日收盘价)的现象被称为 IPO 抑价。在发达国家的成熟股票市场通常采用市场化的新股发行制度,在这种情况下,新股的发行价格会受到发行企业、投资银行、询价机构等的影响。从理论上分析,新股超额收益率是不应该长期存在于有效的 IPO 市场的,但与理论正好相反,采用市场化方式发行的股票市场大部分都存在着不同程度的 IPO 抑价现象。

股票市场普遍长期存在着 IPO 抑价现象一直是国内外学术界关注的焦点。Ibboston (1975) 基于 1960-1969 年的 IPO 数据进行系统分析,研究结果显示 IPO 抑价现象确实存在于发行市场,他是国际上最先对 IPO 抑价现象进行研究的学者之一^[1]。在至今的约四十年里,众多国内外学者运用不同研究方法对 IPO 抑价现象开展了更加广泛深入的探讨,产生了诸多 IPO 抑价的理论成果。

2009 年 10 月 23 日,经过长达十年之久筹备的我国创业板正式开板。10 月 30 日,首批 28 只股票

在深圳证券交易所挂牌,当日全部股票的涨幅均超过 70%,10 只个股实现价格翻番,由此可见,我国创业板市场也存在着高抑价现象。由已有数据可知,到 2012 年 10 月为止,已上市的创业板股票的平均抑价率竟高达 34%,与成熟股票市场相比,高出 10-20 个百分点,这说明在我国的创业板市场也存在着相对严重的 IPO 抑价现象。多数创业板上市公司处于成长的初期,而且股票首次上市会造成信息不对称现象大量存在,会伴随着一定程度的事前不确定性(ex-ante uncertainty),由此导致 IPO 抑价发行(Baron,1982)^[2]。因此,本文尝试综合分析在创业板市场的特殊环境下,影响 IPO 抑价的因素。

二、文献回顾

国外对 IPO 抑价成因的研究起步较早、比较深入,关于上市公司 IPO 的高抑价,国外研究现有两种主流的理论解释:基于信息不对称的理论研究和基于行为金融的理论研究。

信息不对称理论认为存在 IPO 抑价现象主要是由于 IPO 发行人、承销商和投资者之间信息存在不对称。基于信息不对称理论,形成了以下四种假说。

[作者简介]任辉(1945-),男,山东莱州人,山东财经大学会计学院教授、博士生导师。主要研究方向:会计理论、财务会计。

Rock(1986)提出了“赢者诅咒”假说,他认为在排除了中签率的影响后,信息弱势投资者申购 IPO 所得到的平均超额收益应该是零^[3](Amihud, Hauser, Kirsh, 2001^[4])。Beatty, Ritter(1986)提出的“先验不确定性”假说,认为新股的抑价程度和 IPO 内在价值的事先不确定程度之间呈现显著的正相关关系^[5](Biais, Bossaerts, Rochet, 2002^[6]; Dongwei Su, 2004^[7])。基于 Rock 模型, Cater 和 Manaser(1990)发现,出于自身声誉以及其他因素的考虑,具有较高声誉的承销商通常只会选择高质量、低风险的股票,因此承销商的声誉机制会在一定程度上起到筛选作用,来降低一级市场上投资者之间的信息不对称的程度,降低投资者的风险,进而减少发行抑价^[8](Yon. KH, Park, 2009^[9])。Allen 和 Faulhaber(1989)等提出了信号传递假说,他们认为一级市场上存在着高质量和低质量两类发行企业,通常情况下,股票要价与发行企业质量呈正相关关系,质量高的企业的股票要价一般比较高。与发行企业相比,投资者无法完全拥有准确和可靠的信息,而在无法准确判断发行企业质量的条件下,他们购买股票时一般仅愿意支付平均市场价格,因此质量高的股票受到投资者的冷落,进而会选择以较低的价格发行,从而形成更高的抑价收益^[10](D. Su, 2004^[7]; Chang et al, 2008^[11])。

基于行为金融的投资者情绪假说认为市场中同时存在理性投资者和噪声交易者(非理性投资者),噪声交易者的乐观情绪会推动二级市场估价远远高于其内在价值,从而产生 IPO 抑价(Ljungqvist, 2006^[12]; Dorn, 2009^[13]; Chiang, 2010^[14])。目前,度量投资者情绪的主要方法是间接测度法,即构造投资者情绪的代理变量。在选择能很好反映股票市场上的投资者情绪的代理变量方面, Baker 和 Stein(2004)认为,反映股票流动性的上市首日换手率能够作为投资者情绪指标^[15]。

20 世纪 90 年代中后期,国内学者开始对新股发行抑价进行相关研究,研究主要集中于探讨 IPO 抑价的影响因素。

对于创业板市场 IPO 抑价影响因素的研究,陈思婧(2013)以 2009 - 2013 年的 355 只创业板上市股票为样本进行实证分析,研究发现投资者在二级

市场上为规避风险会尽量选择发行市盈率较低的股票;新股筹集资金的规模越大,抑价程度就越低;规模越大的公司的信息披露更完善,发行者、承销商以及投资者之间信息不对称的程度就会较低,因此 IPO 抑价程度也相对较低,但是这一假设在我国创业板市场并不适用;中签率和 IPO 抑价率显著负相关,中签率越高,抑价幅度越小^[16]。

蒋庆欣(2010)采用 2009 年 10 月 - 2010 年 8 月的 100 支创业板股票数据作为研究样本进行实证分析,结果表明发行规模、换手率和时间间隔是创业板市场 IPO 抑价率的最重要的三个影响因素,股指期货的推出、净资产收益率对 IPO 抑价有显著作用,而发行市盈率与 IPO 中签率对 IPO 抑价的影响较小^[17]。

周运兰(2010)以 2009 年 10 月 30 日至 2010 年 2 月 9 日我国已上市的 50 家创业板公司为研究样本,实证检验发现创业板 IPO 的抑价率高于同期在主板和中小板的 IPO 均值。同时发现换手率、发行价跟 IPO 抑价率为正相关关系,而发行时市盈率、募集资金净额与 IPO 抑价率为负相关关系^[18]。

除以上影响创业板市场的因素外,近几年的研究也结合创业板的特殊性,发现了其他方面的影响因素。莫鸿徽,陈彬(2013)基于创业板上市公司的招股说明书对 IPO 抑价进行实证检验,研究结果显示 IPO 抑价程度与研发活动信息披露两者之间存在着显著的负相关关系,并在研究结果的基础上提出加强监管创业板上市公司研发活动信息披露的政策建议^[19]。曹麒麟,唐英凯,胡小东,李十六(2012)以 2009 - 2010 年我国上市的创业板公司为实证样本对 IPO 抑价进行探讨,实证结果表明:第一,截止到目前,我国的创业投资机构尚未成熟,在 IPO 中的认证作用还不太显著;第二,创业投资机构的持股比例、进驻数量及其机构性质对 IPO 抑价程度都有非常显著的作用^[20]。黄俊、陈信元(2013)从投资者情绪视角对媒体报道与公司抑价之间的关系进行了分析,得出媒体报道对 IPO 抑价有提升作用^[21]。

虽然国外对于 IPO 抑价现象的理论研究已经比较成熟,但还是无法直接用来解释我国的 IPO 抑价现象,存在一定的局限性,特别是在前提假设上。信息不对称理论的前提条件是市场是有效的,而且信

息不对称理论主要是从发行者与承销商的角度对IPO抑价现象进行解释,有一定的局限性。而行为金融学对IPO抑价问题进行研究更多的是从非理性投资者的认知偏差和投资行为的角度。不同研究选取不同时期创业板上市公司作为样本,对所得结论也有一定的影响。因此需要在综合分析信息不对称理论与行为金融理论的基础上,选取更为全面的样本,更为科学系统地研究我国创业板市场的IPO抑价现象。

三、IPO抑价因素及假设发展

根据上述文献综述,我们可以分别从信息不对称理论及行为金融理论的已有假说出发,来探究以下因素对于IPO抑价的影响。

Beatty和Ritter(1986)提出的“先验不确定性”假说,为了衡量信息不对称的程度而引入了事先不确定性这一概念,他们认为IPO抑价程度和事先不确定性存在着显著的正相关关系;同时他们选取了留存收益、发行规模、公司年龄等一系列变量来描述这种不确定性^[5]。所以,本文延续了Beatty和Ritter(1986)的方法,选取发行规模、企业规模、新股发行与上市之间的时间间隔来描述这种不确定性。

就发行规模而言,通常情况下,发行规模越大,企业规模就越大,公司的信息披露和内部控制相对来说就越规范,信息不对称就越低。换言之,规模小的企业,相比于规模大的企业而言不确定性和风险都要大,因此规模小的企业新股上市的抑价率相对会更高。就时间间隔而言,这里指的是首次招股日与上市日之间的时间间隔。从理论上分析,如果此时间间隔长,投资者就能够充分地了解该公司的情况,抑价率就会降低。因此,我们提出以下三个假设。

假设一:IPO抑价程度与公司股票发行规模负相关。

假设二:IPO抑价程度与企业规模负相关。

假设三:IPO抑价程度与时间间隔负相关。

信息传递假说认为,在新股发行市场存在大量信息不对称的条件下,为了可以与质量较低的公司区分开,质量较高的公司通常选择较低的发行价格来显示自己的真实价值。一般而言,作为公司盈利能力评价指标的资产回报率可以用来判断发行公司

的质量如何。如果公司的资产回报率越高,则说明未来期间公司可以给投资者带来的超额收益就越多,这就表示公司的质量越高。因此从信号传递假说出发我们可知,若公司的资产回报率越高,则其发行抑价率就会越高。

假设四:IPO抑价程度与资产回报率正相关。

除反映公司盈利能力的指标外,我们还需考虑公司财务风险以及市场风险对IPO抑价的影响,财务风险和市场风险也会向投资者传递相关的信号。若衡量公司财务风险、市场风险的指标数值越高,表明未来发行公司的盈利前景就越不稳定,这样对投资者的吸引力就越小,公司的发行抑价率就会越高。我们可用资产负债率和上市前12个月所在市场的市场收益率标准差分别来衡量财务风险和市场风险的程度。

市盈率通常被看作是评价公司股票价格和公司价值的重要指标,一般情况下如果公司的发行市盈率比较高,那么我们可以认为发行公司的未来发展前景越好,能够为投资者带来更多收益。因此为了能够吸引更多的投资者,发行公司会选择更高的发行抑价;同时对投资者来说,知情投资者知道较高的市盈率代表着发行公司的发展前景乐观,但不知情的投资者可能会有股价是不是被高估的担忧,这就加大了投资者之间信息不对称的程度,相应地投资者就会要求股票有一个比较高的抑价率。因此,我们认为发行市盈率对股票抑价程度具有一定作用,将其选取为解释变量,以验证“信号传递假说”。

假设五:IPO抑价程度与资产负债率负相关。

假设六:IPO抑价程度与市场风险正相关。

假设七:IPO抑价程度与市盈率正相关。

基于行为金融的投资者情绪假说认为市场中同时存在理性投资者和噪声交易者,由于投资者情绪的影响,噪声交易者对资产的预期收益的估计并不准确,因此他们的投资行为通常会具有严重的盲目性和投机性,并且他们的交易行为非常频繁而且存在错误的比率特别高,噪声交易者的存在促进了整个金融市场的流动性。因此,作为证券市场流动性衡量指标的换手率就可以被用作评价金融市场噪音交易程度的经验指标。另一方面,换手率也能够反

映出发行市场上是否以短期投机者或投资者为主。本文延续了 Baker 和 Stein (2004) 的研究方法,即用反映股票流动性的上市首日换手率来作为衡量投资者情绪的指标。

假设八:IPO 抑价程度与上市首日换手率正相关。

承销商的排名在一定程度上反映了承销商的声誉,排名靠前的承销商通常具有较高的信誉。出于自身声誉以及其他因素的考虑,他们会严格控制所要承销的股票的风险,通常只会选择高质量、低风险的股票,这就降低了所要承销的股票的事前风险。承销商的声誉机制在一定程度上起到了筛选作用,降低了一级市场上投资者之间的信息不对称的程度,降低投资者的风险,进而减少发行抑价。

假设九:IPO 抑价程度与承销商声誉负相关。

四、我国创业板 IPO 抑价实证检验

(一) 样本选取与数据来源

本文选取了 2009 年 - 2013 年在我国创业板市场上市的 355 只股票作为研究对象进行实证分析。本研究所使用的数据主要来自于两个数据库:国泰安 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。其中财务数据、价格数据和行业数据来自国泰安 CSMAR 数据库,市场收益、中介商排名等数据来自 Wind 数据库。实证研究部分,我们采用 EXCEL 进行数据的整理,使用 STATA12.0 统计软件进行统计分析。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

考虑到新股发行结束与上市日间隔时间较长,我们需要对抑价率(UP)进行调整, $UP = (上市首日收盘价 - 发行价) / 发行价 - 上市首日的市场回报率$ 。如果 UP 为正,则表明公司的发行价低于其“真实价值”,因此产生了“抑价”。

2. 解释变量

由于影响 IPO 抑价的因素很多,市场层面和公司层面中都存在。本文的变量选取以以往的研究为参考,其中衡量企业风险、市场风险的指标选取主要参考胡丹、冯巧根 (2013)^[22]对 A 股市场 IPO 抑价的研究。基于研究目标和客观情况,本文在进行实证检验时所涉及的主要变量及其符号、定义如下表所示:

表 1 变量的定义与描述		
变量名称	变量符号	变量定义
经市场调整的 IPO 抑价率	UP	(上市首日收盘价 - 发行价) / 发行价 - 上市首日的市场回报率
发行规模	LnProceeds	公司首次公开发行筹资净额的自然对数
企业规模	LnAssets	上市前一年度资产总额自然对数
时间间隔	LnGap	首次招股日与上市日时间间隔的自然对数
资产回报率	ComRisk	上市前三年资产回报率标准差
资产负债率	Leverage	上市前一年度的资产负债率
市场风险	MkdRisk	上市前 12 个月所在市场的市场收益率标准差
市盈率	PE	上市首日市盈率
换手率	Turnover	上市首日换手率
承销商声誉	Unwrep	券商声誉为虚拟变量,根据股权承销的排名情况,前十五位的券商取值为 1;其他券商取值为 0
企业所属行业	industry	控制行业的虚拟变量,本文设计 5 个大行业类,分别为:工业、房地产、公用事业、商业;共 4 个虚拟变量

3. 控制变量

本文以行业作为控制变量,本文设计 5 个大行业类,分别为:工业、房地产、公用事业、商业;共 4 个虚拟哑变量,以 industry 表示。

(三) 模型设计

根据上文所选变量,由以往研究可知,被解释变量与解释变量间存在着近似线性关系,因此,本文构建以下多元线性回归模型。

模型: $UP = \beta_0 + \beta_1 LnProceeds + \beta_2 LnAssets + \beta_3 LnGap + \beta_4 ComRisk + \beta_5 Leverage + \beta_6 MkdRisk + \beta_7 PE + \beta_8 Turnover + \beta_9 Unwrep + \beta_{10} industry + \varepsilon$

其中 β_0 为常数项, $\beta_i (i = 1, 2, \dots, 10)$ 为自变量系数, ε 为随机误差变量。

(四) 实证结果与分析

1. 变量描述性统计

表 2 列示了 355 个样本数据的描述性统计结果。IPO 抑价率的平均抑价幅度为 34.21%,这说明创业板市场也存在着 IPO 抑价现象。其中最大值为 206.91%,最小值 -13.75%,两值比较结果显示创业板个股 IPO 抑价率的分化比较大。其中发行规模平均值为 60540.17 万元,最大值 243685.25 万元,最小值 14887.83 万元,相差约 16 倍,由此可见创业板上市公司的筹资规模小且筹资数额差异大。

2. 相关性分析

本文利用 STATA12.0 对模型中的各变量进行 Pearson 相关性检验。Pearson 相关性分析结果如表

3 所示。

表 2 解释变量和被解释变量描述性统计表					
变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
UP (IPO 抑价率)	355	0.3421	0.3591	-0.1375	2.0691
Proceeds (发行规模;万元)	355	60,540.1731	40,552.9312	14,887.8310	243,685.2500
LnProceeds (发行规模)	355	10.8405	0.5648	9.6083	12.4036
LnAssets (企业规模)	355	19.4989	0.5828	18.0426	21.7794
LnGap (时间间隔)	355	2.4087	0.3266	2.0794	3.9120
ComRisk (资产回报率)	355	5.1725	4.9537	0.1716	41.9198
Leverage (资产负债率)	355	38.2294	15.0740	1.7791	75.8187
MkdRisk (市场风险)	355	0.0074	0.0849	-0.1421	0.1559
PE (市盈率)	355	69.5620	34.5648	13.20	207.32
Turnover (换手率)	355	0.7104	0.1886	0.18	0.96
Unwrep (承销商声誉)	355	0.3718	0.4840	0	1

表 3 变量之间的 Pearson 相关系数										
变量	UP	LnProceeds	LnAssets	LnGap	ComRisk	Leverage	MkdRisk	PE	Turnover	Unwrep
UP	1.0000									
LnProceeds	-0.2398 **	1.0000								
LnAssets	-0.2675 **	0.5202 **	1.0000							
LnGap	0.3242 **	0.0979	-0.0498	1.0000						
ComRisk	0.1389 **	0.2033 **	-0.2047 **	0.1312 *	1.0000					
Leverage	-0.0350	0.0058	0.4996 **	0.0299	-0.2317 **	1.0000				
MkdRisk	0.4012 **	0.1143 *	-0.0288	0.0389	0.0983	-0.0284	1.0000			
PE	0.5333 **	0.3162 **	-0.2258 **	0.3309 **	0.1398 **	-0.0683	0.2704 **	1.0000		
Turnover	0.6160 **	-0.2928 **	-0.2546 **	0.1762 **	0.1273 *	0.0471	0.0996	0.3221 **	1.0000	
Unwrep	-0.0268	0.1425 **	0.0216	0.0518	0.0147	-0.1308 *	0.0457	0.0854	-0.0811	1.0000

注:行业哑变量没有包括在相关系数表中,但在估计模型中有此变量;* 表示系数在 5% 的水平上显著相关,* 表示系数在 10% 的水平上显著相关

表 4 多元线性回归结果				
变量	被解释变量:UP			
	回归系数	标准误差	T 值	sig.
常数项	-0.996 **	0.454	-2.19	0.029
LnProceeds	-0.371 ***	0.034	-10.99	0.000
LnAssets	-0.218 ***	0.033	6.59	0.000
LnGap	0.156 ***	0.035	4.49	0.000
ComRisk	0.010 ***	0.002	3.97	0.000
Leverage	-0.004 ***	0.001	-3.94	0.000
MkdRisk	1.177 ***	0.131	9.02	0.000
PE	0.006 ***	0.000	12.38	0.000
Turnover	0.556 ***	0.069	8.08	0.000
Unwrep	-0.123	0.022	-0.55	0.582
industry	0.012	0.016	0.74	0.458
样本数	355		R ²	70.27%
调整 R ²	69.40%		F 值	81.06

注:*** 表示系数在 1% 的水平上显著相关,** 表示系数在 5% 的水平上显著相关,* 表示系数在 10% 的水平上显著相关。

通过表 3 可以发现,IPO 发行抑价率(UP)与时间间隔(LnGap)、资产回报率(ComRisk 市场风险(MkdRisk)、市盈率(PE)、上市首日换手率(Turnover)呈正相关。IPO 抑价率(UP)与发行规模(LnProceeds)、企业规模(LnAssets)、资产负债率(Leverage)、承销商声誉(Unwrep)呈负相关。初步可以判断出 IPO 抑价率与时间间隔(LnGap)、承销商声誉(Unwrep)的理论预期假设相反。

从变量的相关性可以看出,发行规模、企业规模、时间间隔、资产回报率、市场风险、市盈率、上市首日换手率因素对 IPO 抑价率有显著影响。

3. 模型实证检验及结果分析

由回归结果可知,系数 R² = 0.7027,表示模型的拟合程度较高,误差较小;调整后的 R² = 0.6940,表明在因变量的变化中较大部分是由自变量的变化而引起的。回归方程的显著性检验:F = 81.06,F 统计量较大:Prob(F - statistic) = 0.0000 很小,故方程的显著性检验通过。

实证研究结果分析如下:

第一,分析代表事先不确定性变量的发行规模、公司规模对 IPO 抑价的影响。在回归模型中,β₀ 为常数项,无经济意义;根据回归结果分析,β₁ = -0.371,代表发行规模(LnProceeds)与抑价率在 1% 的水平上呈显著负相关关系;β₂ = -0.218,代表企业规模(LnAssets)与抑价率成负相关关系,表明公司规模越大,抑价越低。实证结果与假设一、二一致,表明发行规模、公司规模也许会逐步成为我国特有的信号机制。

β₃ = 0.156,理论上讲抑价率与企业首次招股与发行上市的时间间隔应成负相关,表明其时间间隔越长,充分向市场传递了相关信息,减少了信息不对

称。而这一系数为正,说明这一假设在中国并不成立。实证结果说明假设三不成立。

第二,分析信号传递假说所产生的信息不对称对 IPO 抑价的影响。由回归结果可知, $\beta_4 = 0.010$,表明资产回报率与抑价率成正相关,假设四成立。

$\beta_5 = -0.004$,资产负债率与 IPO 抑价率呈负相关,说明现阶段投资者已能明确判断公司上市的投机动机,并本着谨慎性原则去理性投资。实证结果说明假设五成立,表明代表公司偿债能力的资产负债率验证了“信号传递”假说。

$\beta_6 = 1.177$,表明抑价率依然更多地还是受市场层面因素,尤其是市场状况(MkdRisk)影响,这与学术界已有的主流研究的成果相同,同时也与现阶段我国投资者理性不足、市场发展尚不成熟的现状相符合。这与假设六一致。

$\beta_7 = 0.006$,代表发行时的市盈率与 IPO 抑价率呈正相关,符合最初预期。

第三,分析投资者情绪假说对 IPO 抑价的影响。 $\beta_8 = 0.556$,表明反映投资者情绪的重要指标换手率与 IPO 抑价率在 1% 的水平上呈显著正相关关系,这与我们的预期相一致,假设八得到验证。研究结果为投资者情绪假说提供了支持,说明二级市场主要以短期投资者或投机者为主。实证结果表明投资者对一级市场股票的热情追捧延续到了二级市场,而这主要是由中国资本市场投资参与者结构不合理、投机氛围浓厚造成的。

第四,分析承销商声誉对 IPO 抑价的影响。 $\beta_9 = -0.123$,表明承销商声誉与 IPO 抑价之间呈负相关关系,但并未通过显著性检验,不能证明承销商声誉假说。统计结果表明,在我国首次公开发行市场中,不同声誉的主承销商的新股抑价没有显著差异。实证结果表明在我国股票市场的信息的生产和传递中最为有效的信息质量保证机制——声誉机制很难发挥作用。假设九不成立。

五、结论与启示

本文的研究目的在于探讨我国创业板 IPO 抑价的主要影响因素,在归纳整理了 IPO 抑价理论的基础上,选取了 2009 年 10 月至 2013 年 7 月 355 家创业板公司作为实证样本,系统分析了我国创业板抑价程度的影响因素,实证研究得出以下结论:

1. 投资者情绪是影响我国创业板 IPO 抑价的主要因素

这个结论与主流研究的结论一致。从回归方程可以看出,上市首日换手率对 IPO 影响显著,这一结果归根到底是因为我国二级市场投机氛围浓厚,新股发行抑价在很大程度上受到投资者行为的影响。

2. 信息不对称是影响我国创业板 IPO 抑价的主要因素

新股发行到上市之间的时间间隔越长, IPO 抑价越严重,且影响程度显著。这说明如果市场上信息披露是充分的,则时间间隔的长短与 IPO 抑价应该无关。这从另一个侧面反映出为了创业板的健康发展,需要进一步完善信息披露制度,提高市场透明度。

3. 声誉机制难以在我国创业板市场发挥作用

实证研究的结果表明,券商的声誉机制难以在创业板市场发挥作用。Chemmanur 和 Fulghieri (1994)认为中介机构的声誉不是一夜之间形成的,是长期自律的积累结果^[23]。中介机构在我国资本市场形成至今不过十年的时间,还没有足够的时间来形成和建立声誉。二是我国目前股票市场的制度环境对中介机构声誉发挥作用是不利的。我国市场投机者较多,这些短期投机者并不关注发行公司的真实价值,仅仅关心是否能通过新股认购来获取利益,因此他们根本不需要借助中介机构的声誉来判断公司的真实价值。在此制度环境下,我国创业板市场对中介机构声誉缺乏内在需求,由此导致中介机构声誉的形成以及发挥自身作用缺乏基础。

基于综合理论的探讨和实证研究的结果,本文认为,为了使我国创业板市场能够更健康、更高效地发展,首先,我们应该倡导理性投资,加强对个人投资者的教育,使他们充分认识到新股的发行并不是完全没有风险的,提高他们的风险防范意识,使他们能够更加理性地投资创业板公司。其次,应进一步提高我国创业板市场的透明度,具体措施包括增大创业板上市公司信息披露的广度和频率;完善交易信息披露制度等。第三,加大对国内资本市场中介机构的监管,防止中介机构间牺牲股票市场信息质量为代价的恶性竞争,为我国中介机构声誉的形成和发展创造良好的外部环境。

六、研究不足及展望

虽然本研究在一定程度上取得了预期的效果,但是由于自身水平的限制,文中的一些观点和研究方法还不够成熟,仍然有三点不足需要在未来改进:其一,在考察我国创业板 IPO 抑价程度的影响因素时,本文选取的影响创业板抑价率的财务指标及市场因素指标虽然得出了较为理想的结果,但如果选取其他相似衡量指标,模型的拟合效果未知。其二,与主板等相比,现阶段创业板只有 355 只股票,样本数据量相对较少,研究结果的可靠稳健性还需要在未来的研究中进一步证明。其三,在研究此问题期间,2013 年 11 月 15 日公布的《中共中央关于全面深化改革若干问题的重大决定》明确提出“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革”。股票发行由核准制向注册制的改革,意味着我国市场发行体制不断完善,注册制对监管及披露提出了更高的要求,这必将影响未来我国资本市场 IPO 发行的定价及 IPO 的抑价程度。因此,新政策下的我国创业板 IPO 抑价影响因素还待进一步的检验,为以后的研究提供了新的方向。

参考文献:

- [1] Ibbotson R. G. Price performance of common stock new issues[J]. Journal of Financial Economics, 1975, 2(1): 232 - 272.
- [2] Baron, D. P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues[J]. Journal of Finance, 1982, 43(4): 955 - 976.
- [3] Rock. K. Why New Issues Are Underpriced[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 187 - 212.
- [4] Amihud Y, Hauser S, Kirsh A. Allocations, adverse selection and cascades in IPOs: Evidence from Israel. Working paper, New York University, 2001.
- [5] Beatty R. P, Ritter J. R. Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 213 - 222.
- [6] Bruno Biais, Peter Bossaerts, Jean - Charles Rochet. An optimal IPO mechanism[J]. Review of Economic Studies, 2002, 69(1): 117 - 146.
- [7] Dongwei Su. Leverage, insider ownership, and the un-

derpricing of IPOs in China[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2004, 14(1): 37 - 54

[8] Cater. R, Manaster. S. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. Journal of Finance, 1990, 45(4): 1045 - 1067.

[9] Yon. KH, Park. SH, The Effect of Underwriters' Reputations on Post - Dereulation IPO Pricing: Price Discovery Ability Versus Bargaining Power[J], Journal of Financial Studies, 2009, 8.

[10] Allen F, Faulhaber G. R. Signaling by underpricing in the IPO market[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23(1): 303 - 324.

[11] Chang et al. IPO underpricing in China: New evidence from the primary and secondary markets[J]. Emerging markets review, 2008, 9(1): 1 - 16.

[12] Ljungqvist A, Nanda V, Singh R. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing[J]. Journal of Business, 2006, 79(4): 1667.

[13] Dorn D. Does sentiment drive the retail demand for IPOs[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(1): 85 - 108.

[14] Chiang Y, Qian Y, Sherman A. Endogenous entry and partial adjustment in IPO auctions: Are institutional investors better informed[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(3): 1200 - 1230.

[15] Baker, Malcolm, Jeremy C. Stein. Market Liquidity as a Sentiment Indicator[J]. Journal of Financial Markets, 2004, 7(3): 271 - 299.

[16] 陈思靖. 我国创业板 IPO 抑价实证研究[J]. 中国证券期货, 2013, (09): 16 - 20.

[17] 蒋庆欣. 我国创业板市场 IPO 抑价实证研究——基于经典 IPO 抑价理论与创业板实际背景的分析[J]. 经济视角(下), 2010, (09): 60 - 62.

[18] 周运兰. 我国创业板 IPO 抑价及其影响因素实证研究[J]. 商业时代, 2010, (29): 69 - 70.

[19] 莫鸿微, 陈彬. R&D 信息披露与 IPO 抑价——基于创业板市场的实证研究[J]. 会计之友, 2013, (01): 100 - 105.

[20] 曹麒麟, 李十六, 唐英凯, 胡小东. 创业投资机构有限认证作用——基于创业板上市公司 IPO 抑价实证研究[J]. 软科学, 2012, (01): 87 - 93.

[21] 黄俊, 陈信元. 媒体报道与 IPO 抑价——来自创业板的经验证据[J]. 管理科学学报, 2013, (02): 83 - 92.

[22] 胡丹,冯巧根. 信息环境、审计质量与 IPO 抑价——以 A 股市场 2009-2011 年上市的公司为例[J]. 会计研究, 2013,(02):78-85.

[23] Chemmanur. T. J, Fulghieri. Investment bank reputa-

tion, Information production and financial intermediation [J]. Journal of Finance,1994,49(1):47-79.

(责任编辑:刘 军)

The Empirical Research on the Influencing Factors of China GEM IPO Underpricing

REN Hui,SUN Qian

(School of Accounting,Shandong University of Finance and Economics,Jinan 250014,China)

Abstract: China’s Growth Enterprise Market was launched on October 23,2009. Given the prevalence of IPO underpricing phenomenon,from the perspective of traditional theory and behavioral finance theory,this paper selected 355 companies listed on GEM from 2009 to 2013 as a research object to analyze the influencing factors of China GEM IPO underpricing. Study found that investor’s sentiment and information asymmetry are the main influencing factors of China’s GEM IPO underpricing. However,different from traditional research results,we found that intermediaries’ reputation mechanism is difficult to play a role in China’s GEM. By systematically investigating the influencing factors of China’s GEM IPO underpricing we analyze the real reasons of IPO underpricing,and then put forward some policy recommendations. Along with the New Deal of IPO registered system,we also proposed prospects of subsequent research.

Key Words: IPO underpricing;GEM;Information asymmetry;Investor sentiment;Underwriters reputation

